

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Ettevõtte majanduse instituut

Mattis Lengi

**BALTIKUMI ÜHINEMISTE JA OMANDAMISTE TURU
DÜNAAMIKA KUJUNDANUD TEGURID AASTATEL
2000-2012**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Mark Kantšukov

Tartu 2013

Soovitan suunata kaitsmisele
(Mark Kantšukov)

Kaitsmisele lubatud “ “ 2013. a.

Rahanduse õppetooli juhataja
(Priit Sander)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....
(Mattis Lengi)

SISUKORD

Sissejuhatus	5
1. Ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemise teoreetilised alused	9
1.1. Refleksiivsuse roll ühinemiste ja omandamiste turu dünaamika kujunemisel	9
1.2. Sektoraalne perspektiiv ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse mõjuritele ...	17
1.3. Makroökonomilised tegurid ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujundajadena	23
2. Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turu arengumõjurid aastatel 2000-2012 - Empiiriline analüüs	37
2.1. Andmed ja metoodika	37
2.2. Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turu karakteristikud ja trendid	41
2.3. Makroökonomilised mõjurid Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turu kujundajadena	52
Kokkuvõte	63
Viidatud allikad	68
Summary	73

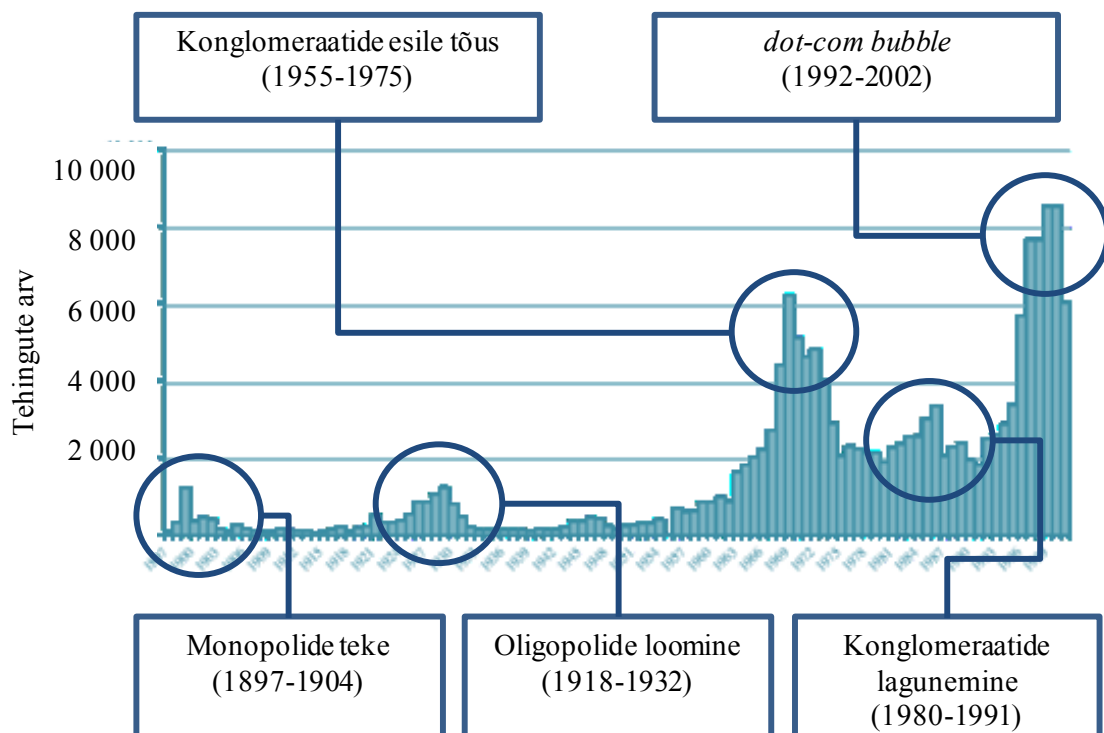
SISSEJUHATUS

Ühinemised ja omandamised on ettevõtte rahanduse akadeemilises kirjanduses leidunud laialdast käsitlemist ja seda erinevatest aspektidest. Käesoleva töö ette valmistamisel jäi autorile mulje, et arvestatav osa olemasolevast teadustööst on keskendunud rikkuse jagunemise selgitamisele tehingu osapoolte vahel ja sellele, kuidas tehing mõjutab omandaja majanduslikku edukust pikaajalises ajaraamistikus. On tõdetud, et küllaltki suur osa ühinemisi ja omandamisi on negatiivse tulemiga (Steger, Kummer 2007: 3). See aga tekitab intuiitiivselt tajutava paradoksi, kus ühelt poolt on leitud, et ühinemised ja omandamised on ebatulusad ja teiselt poolt on see nähtus rahanduses küllaltki prominentne. Bloombergi poolt avalikustatud statistika kohaselt oli 2012. aastal globaalne tehingute maht 2,23 triljonit USD (Global Financial... 2013: 2). Loogiliselt järeldades on tõenäoline, et eksisteerivad mingid kvalitatiivsed või kvantitatiivsed tegurid, mida pole analüüsides arvesse võetud ja millel on oluline mõju turu aktiivsuse kujundamisel ning ühinemise ja omandamise kui strateegilise alternatiivi rakendamisel.

Ajalooliselt on täheldatud, et teatud hetkedel kujunevad turgudel välja nn ühinemiste ja omandamiste lained. Ameerika Ühendriikide kontekstis mainitakse viit perioodi, mil on täheldatud ebaharilikult kõrget ühinemiste ja omandamiste tehingute mahtu: 1897-1904; 1918-1932; 1955-1975; 1980-1991; 1992-2002 (Steger, Kummer 2007: 4). Huvitav on siin- kohal täheldada, et vähemalt viimased neli ühilduvad perioodiga, mille raames majanduslik heaolu kasvas ning ka finantsturud näitasid haruldaselt kõrget aktiivsust:

- 1918-1932 – nn. Kuldsed Kahekümnendad ja Suur Depressioon;
- 1955-1975 – konglomeraatide esile kerkimine;
- 1980-1991 – *Reaganomics* ja *Thatcherism*'i majandus-poliitiline doktriin;
- 1992-2002 – IT-sektori äkktõus (nn. *dot-com bubble*)

Autor on veendumusel, et see kokkulangemine pole pelgalt juhuslik, vaid on seotud juhtimisparadigmade muutumistega, majanduskeskkonnaga seotud ootuste ja reaalsustega, tehnoloogilise progressiga ning mitmete muude faktoritega.



Joonis 1. Ühendriikide ühinemiste ja omandamiste lained tinglike nimedega (Martynova, Renneboog 2008: 2150).

Käesoleva bakalaureusetöö raames vaadeldaksegi tegureid, mis avaldavad mõju ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemisele, mille üheks äärmuslikuks vormiks võib pidada eelpool nimetatud laineid. Autori arvates võib üheks mõjukamaks uurimistööks selles valdkonnas pidada Ali-Yrkkö 2002. aastal avaldatud uurimistööd „Mergers and Acquisitions: Reasons and Results“, milles kaardistatakse makro- ja mikrotasandi faktoreid ühendav teoreetiline kontseptsioon, mis võimaldab seletada turuaktiivsuse kujunemist. Sellest tulenevalt on käesoleva töö lähtepunktiks valitud Ali-Yrkkö (2002) baasmudel, mille sisu avatakse töö käigus ning mille edasi arendamisele proovib töö autor anda omapoolse panuse. Siinjuures on kohane mainida, et töö fookus on suunatud makroökonomilistele teguritele ja vähemal määral vaadeldakse mikrotasandi mõjureid. Selline rõhuasetus tuleneb usaldusväärsete empiiriliste andmete kättesaadavusest. Samas peab autor oluliseks mikrotasandi mõjurite käsitlemist, kuna see võimaldab tuua uuritava nähtuse iseloomu kirjeldamisse olulise lisaaspekti.

Käesoleva töö koostaja usub, et uuritav valdkond, ühinemised ja omandamised, on oluline ja huvitav teema kolmel põhjusel. Esmalt, autorile teadaolevalt pole antud

temaatikat eestikeelses akadeemilises kirjanduses põhjalikumalt käsitletud, mistõttu eksisteerib teatav tühimik, mis ootab täitmist. Loodetavasti kujuneb käesolevast tööst hea lähtematerjal, mille abil on võimalik leida vihjeid ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemise põhjustele Baltikumis.

Teisalt on ühinemine või omandamine oluline strateegiline otsus, mille abil on võimalik ettevõtte tegevust restruktureerida. Seetõttu usub autor, et antud töö on oluline praktiline kasutegur, mis võimaldaks ettevõtete juhtidel või omanikel vaadelda plaanitavat ühinemise või omandamise otsust laiemas kontekstis. Teisisõnu, olla otsuse tegemisel ning tehingu tulemuse ootusi sõnastades paremini informeeritud.

Kolmandaks, autoril on huvi antud teema vastu laiemas raamistikus. Ühinemised ja omandamised on oma olemuselt ebalikviidse finantsvara ostu-müügitehing, sellest tulenevalt võib oletada, et töös kirjeldatud seaduspärasid on võimalik rakendada ka teiste ebalikviidsete finantsvarade puhul, sealjuures võttes arvesse konkreetse vara olemust. Teisalt on autoril mõningane kogemus ühinemiste ja omandamiste tehingute planeerimisel ja vahendamisel, mistõttu on antud teemaga seotud teadusartiklite tõlgendamine mõne-võrra kergem ja intuitiivsem. Lisaks usub autor, et käesolev bakalaureusetöö edendab tema professionaalset kompetentsi kui ka analüüsivõimet.

Käesoleva töö eesmärgiks on selgitada peamised tegurid, mis kujundasid Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turu aastatel 2000-2012, sealjuures asetades fookusesse peaaasjalikult makroökonomilised faktorid. Antud eesmärgi täitmiseks on tööautor püüdnud järgmised uurimisülesanded:

- anda ülevaade ettevõttespetsiifilistest faktoritest, mis mõjutavad ühinemise või omandamise otsuse kujunemist;
- kaardistada erialases kirjanduses enim levinud makrotasandi tegurid, mis mõjutavad ühinemise ja omandamiste turu aktiivsust;
- selgitada sektori tasandi šokkide rolli ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse muutumisel;
- kaardistada ja kirjeldada Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turu dünaamika ning struktuur;

- toetudes töös esitatud teoreetilistele kontseptsioonidele selgitada intsidentide põhjuseid, kus võib arvata turu ebaharilikult kõrget aktiivsust.

Käesoleva töö autor on veendumusel, et antud uurimisülesannete täitmisel jõutakse määratletud eesmärgini.

Käesolev töö koosneb kahest peatükist. Esimene peatükk koos kolme alapeatükiga loob teoreetilise konteksti ja aluse empiiriliseks analüüsiks. Nimetatud alapeatükkides käsitletakse Ali-Yrkkö (2002) teoreetilist kontseptsiooni avades selle peamiste struktuursete elementide sisu. Teises peatükis, mis käsitleb empiirilisi andmeid, antakse ülevaade Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turust. Baasandmetena kasutatakse Thomson Reuters'i poolt avaldatud tehingukirjeid ajaperioodil 2000-2012 ning nende analüüsis kasutatakse rahvuslike statistikaametite, keskpankade ja Eurostati poolt publitseeritavaid andmekogumeid. Autor on seisukohal, et selline jaotus ja metoodika võimaldab võimalikult arusaadavalt edastada uuritava nähtuse iseloom töö lugejani.

1. ÜHINEMISTE JA OMANDAMISTE TURU DÜNAAMIKA KUJUNEMISE TEOREETILISED ALUSED

1.1. Refleksiivsuse roll ühinemiste ja omandamiste turu dünaamika kujunemisel

Kõige laiemalt saab ühinemisi ja omandamisi defineerida kui ettevõttetasandil toimunud olulist muutust, mille korral kombineeritakse kahe või enama äriüksuse tegevused eesmärgiga saavutada sünergiline tulem (Ali-Yrkkö 2002: 11). Piltlikult öeldes: „Osade summa on suurem kui osade arv.“ Seega peaks ühinemise või omandamise järgne ettevõtte olema kõrgema turuväärtusega kui tehingu osapoolte eraldiseisvate turuväärtuste summa. Nguyen *et al.* (2012: 1359) on oma uurimuses välja toonud neli ettevõtte spetsiifilist motiivi, mille raames on võimalik teostada omandaja väärtust tõstev tehing:

- turuosa suurendamine,
- positiivsed mastaabiefektid,
- finants- ja maksusünergia,
- ühinevate ettevõtete vahelise informatsiooni sünergiline kasutamine.

Sissejuhatuses mainiti, et arvestatav osa ühinemiste ja omandamiste tehinguid on majanduslikult ebasoodsa lõpptulemiga, mistõttu peavad eksisteerima mingid muud mõjurid. Nguyen *et al.* (2012: 1359) toovad siinkohal välja kaks ajendit:

- tegevjuhtkonna liigne optimism ja enesekindlus,
- omanike ja tegevjuhtkonna vaheliste tegevusstiimulite mitte ühildumine.

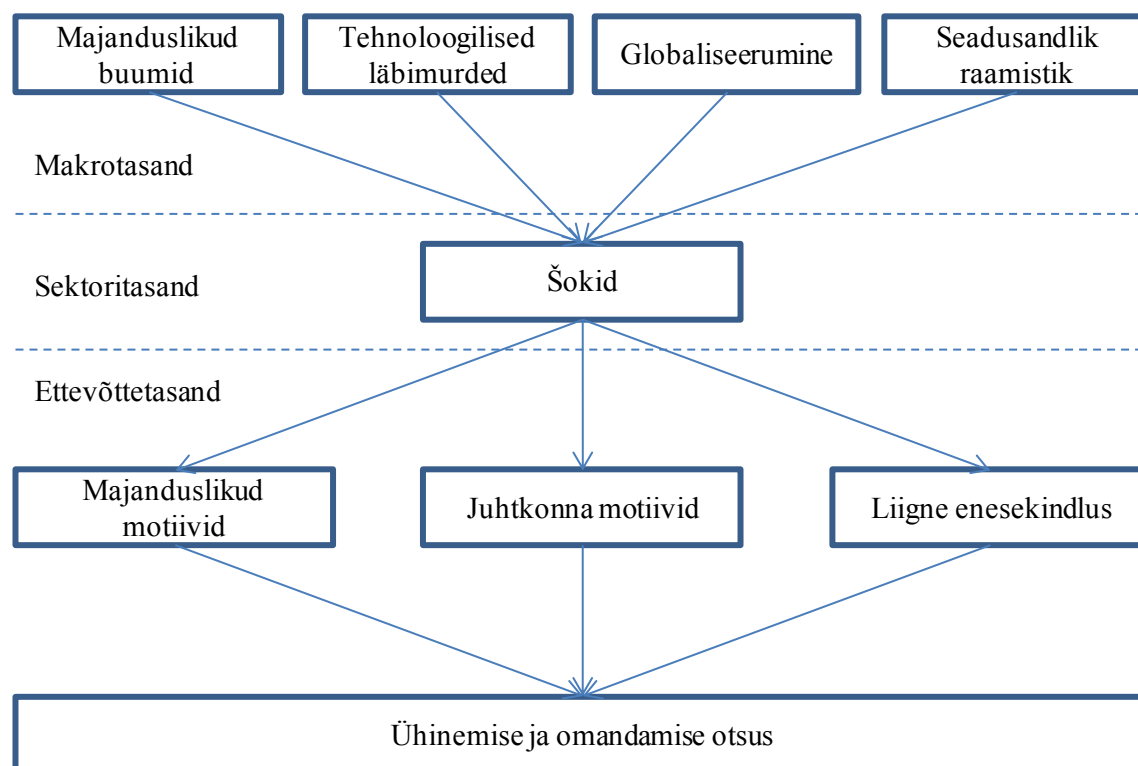
Toodud ajendid pole üksteist välistavad ja pigem eksisteerivad tehingu sooritamise otsuse langetamisel paralleelselt. Autori veendumuse kohaselt on iga ühinemise ja omandamise peamiseks ajendiks majanduslikud kaalutlused, mille käigus soovitakse

suurendada väärtust. Ühest küljest on kohane küsida, kelle väärtuse suurendamist silmas peetakse. Juhul kui ettevõtte juhtkonna ja omanike tegevusstiimulite eesmärgid ei ühildu, võib tekkida olukord, kus otsuse majanduslik tulemus jaotub ettevõttesiseste agentide vahel ebaühtlaselt. Teisisõnu eksisteerib huvikonflikt omanike ja juhtkonna vahel. See on üks probleemistik, mis võib põhjendada väärtust langetavate tehingute hulka. Teiselt pool on väliskeskkonnal oluline roll, mis mõjutab juhtkonna meelestatust erinevate alternatiivide suhtes. Väliskeskkonna all peab autor silmas otsustaja reaalsustaju mõjutavaid faktoreid nagu näiteks makroökonomilisi mõjurid, konkurentide tegevus, meedia meelestatus jms. Nende elementide teatud kokkulangemisel on võimalik, et kujundatakse ebarealistlikud ootused tehingu tulemuslikkuse kohta ning alahinnatakse tehtud otsusega kaasnevaid probleeme. Seega selleks, et kirjeldada ja selgitada ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemist on vaja käsitust n.ö. suurest pildist ehk väliskeskkonnast.

Sarnasel loogikal põhineb Ali-Yrkkö (2002: 31) kontseptsioon ühinemistest ja ülevõtmistest (vt. joonis 2, järgmisel leheküljel). Autor usub, et see reaktsioonipõhine mudel võimaldab kirjeldada küllaltki hästi ühinemise ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemist. Mudeli lähtepunktiks on väliskeskkonnas toimunud muutus, millel on šoki-laadne mõju. Šokk selles kontekstis väljendab pööret, mille tulemusena fundamentaalselt muutuvad mingi sektori mängureeglid¹. Näitena võib siinkohal tuua muudatuse konkurentsiseaduses, mille tulemusena viiakse mingi tegevusvaldkond konkurentsiameti järelevalve alt välja. Seega on selles tegevusvaldkonnas võimalik teostada ühinemisi või omandamisi turuosa suurendamise eesmärgil. Siinkohal on võtmesõna „võimalik“, kuna selleks, et tehing saaks toimuda, on vajalik juhtkonna valmisolek tehing sooritada ja see sõltub juhtkonna motiividest. Mudeli autor on need jaganud kolme suurde rühma: majanduslikud, juhtkonna ja liigse enesekindluse (*hubris*) motiiv. Turu aktiivsuse seisukohalt on oluline luua hinnang, milline neist motiividest on dominantne võrreldes teistega. Teisisõnu, milline on peamine kvalitatiivne tegur tehingu otsuse taustal. Võib oletada, et eelpool toodud näite puhul on dominantseks teguriks

¹ Kirjutatud ja kirjutamata reeglite kogum, mille raamistikus sektori ettevõtted omavahel konkureerivad

majanduslikud motiivid, ent teatud tingimustel võib valitsev ajend muutuda, sõltuvalt tehingu ajastatusega võrreldes üldise turuga.



Joonis 2. Ühinemise ja omandamise otsuse impulsipõhine voogdiagramm (Ali-Yrkkö 2002: 25).

Nimetatud ajastatuse küsimus on suunanud teadusringkondi uurima, kas ütlusel „varane lind leiab ikka tera“ on kaalu ühinemiste ja omandamiste kontekstis. Varajaseks linnuks ehk esmategutsejaks saab nimetada ettevõtet, mis astub strateegilise sammu, mida hakatakse pidama järgijate koondudes sektoristandardiks. Seega oma varajase ajastatusega loob ettevõtte oma konkurentsieelise, mis võimaldab tal oluliselt eristuda omasuguste seast. Näitena võib tuua Apple Inc. nutitelefon, mille disain ja funktsionaalsed lahendused muutusid standardiks. Samuti üheks karakteristikuks võib pidada selle konkurentsieelise kandumist ettevõtte majandustulemustesse ja nende pikaajalist püsimist. Analoogiat saab siinkohalgi tuua Apple’iga, mille kasumlikkuse määrad on võrreldes oma konkurentidega kuni tänaseni kõrgemad (Kim, Lee 2013: 6). Arvestades neid seaduspärasid, siis esmategutsejate tootlused võrreldes jäljendajatega on

tõenäoliselt kõrgemad ka ühinemiste ja omandamiste raamistikus. (Carow *et al.* 2004: 563)

Carow *et al* (2004) püstitavad hüpoteesi, et esmategutsejad suudavad kõrgemaid tootlusi saavutada tänu kahele asjaolule (Carow *et al.* 2004: 566):

- Esmategutsejad suudavad paremini tuvastada alahinnatud varasid ning sellest tulevalt suudetakse tehing teostada odavamalt väärtushinnangu juures. Seega kui ka soetatud vara integreerimine omandaja äritegevusse osutub planeeritust kulukamaks, on tõenäoline, et tehing on väärtust loova iseloomuga kuna tasuvusläävi on madalamal.
- Esmategutsejad suudavad odavamalt ning kiiremini soetatud varad integreerida oma äritegevusse. See tähendab, et kahe organisatsiooni ühendamise siirdeperiood on lühike ning potentsiaalsete sünergiate ekstraheerimine on seetõttu paremini saavutatav.

Siinjuures on oluline arvestada tervikpildiga s.t esmategutseja valikute kogum sobiva sihtmärkettevõtte määratlemisel on suurem kui jäljendajatel. Täpsemalt, jäljendajad seisavad kahe probleemi ees. Ühest küljest on sobilike ettevõtete väärtushinnangud tõusnud ehk võimaliku tehingu sooritamise kulud on kasvanud. Teiselt poolt on organisatsioonilisel tasandil sobivaid ettevõtteid raskem leida ehk võimalikud integratsioonikulud on kõrgemad ning võimalike sünergiate avaldumine võtab planeeritust kauem aega. Viidatud uurimistöö lõpptulemusena, kus vaadeldi 560 tehingut, leidsid autorid, et esmategutsejad reeglina suudavad saavutada turukeskmist 1,6%-2,4% ületavaid tootlusi. Sealjuures hinnati esmategutsejateks 3,5% kõikidest valimi ettevõtetest. (*Ibid*: 572-579)

Eelpool sai mainitud, et esmategutseja eelis põhineb suures osal sellel, et tehtud otsusel on järgijaskond, mis püüab matkida saavutatud tulemusi. Autori hinnangul viitab see sellele, et teatud väliskeskkonna tingimustes on võimalik karjainstinktil põhinev käitumine, kus otsuse langetamise protsessis hakkavad kaalu andma abstraktne heuristika ja majanduskeskkonna üldine tunnetus. Teisisõnu hakatakse tegema üldistusi sihtmärkettevõtte osas, mis sarnaneb tuntud mõttekäiguga loogikast: „Minu kassil on neli jalga ja minu koeral on neli jalga. *Ergo* minu koer on kass.“ Sellelaadsete

väärarusaamade domineerivaks muutumist sobib hästi illustreerima 1960.-ndate konglomeraatide esile kerkimine Ühendriikides.

Konglomeraat on hajutatud äritegevusega ettevõtte ehk ta omab ärihuvisid mitmetes sektorites. 1960. aastatel toetas nende loomist kolm asjaolu (Gugler *et al.* 2012: 162):

- Ühendriikide konkurentsiseadused hakkasid piirama ettevõtete tegevusvabadust, millel oli oluline turujõud mingis kindlas sektoris. Järelikult, selleks et oma äritegevust laiendada, oli tarvilik suurendada ärihuvide haaret.
- Suure Depressiooni järelkajana muutus valitsevaks arvamuseks, et konglomeraadid on tänu oma hajutatud äritegevusele vastupidavamad muutustele majanduskeskkonnas. Seega kui konglomeraat koosnes võrdses kaalus pro- ja vastastsüklilistest majandustegevusega äriüksustest, siis ettevõtte kasumlikkus on olenemata majanduskeskkonnast stabiilne, sellega seoses oluliselt vähendades riski aktsionäridele.
- Tekkis arusaam, et tänu oma hajutatud ärihuvidele on konglomeraatidele informatsiooniline eelis võrreldes väiksemate, ühe fookussektoriga, ettevõtete suhtes. Eeldati, et see informatsiooni asümmeetria võimaldab konglomeraatidel varakult ja efektiivsemalt reageerida muutustele majanduskeskkonnas.

On argumenteeritud, et nende kolme arusaama põhjal kujunes välja usk konglomeraatidesse, mille tulemusena aktsiaturud hindasid hajutatud äritegevusega suurfirmasid preemiaga võrreldes teiste noteeritud ettevõtetega. Ühinemiste ja omandamiste seisukohalt avaldas see mõju läbi fenomeni, mida hakati kutsuma „P/E-maagiaks“. Selle nähtuse tuumikus oli hinnatasemete vahelise erinevuse ekspluateerimine, mis tulenesid eelpool toodud kolmest punktist. Illustreeriva näitena võib tuua situatsiooni, kus konglomeraadi turuväärtust hinnati P/E-kordajaga 30 ja omandatava ettevõtte turuväärtust P/E-kordajaga 10. Juhul kui selline tehing sai sõlmitud, siis konglomeraadi koosseisus hindas turg omandatud ettevõtet edaspidi sama P/E-kordajaga, mis oli määratud konglomeraadile. Teisisõnu omandatud vara väärtus kasvas tehingujärgselt kolmekordseks. Selline liigoptimistlik ja heuristiline käitumine võimaldas muudel juhtudel raskesti põhjendatavaid tehinguid sooritada. (Shiller 2000: 64-62)

Toetudes eelnevale on võimalik tuvastada refleksiivne² seos esmategutsejate ja imiteerijate vahel. Refleksiivse käsitlese tuumikuks on reaalsuse ja reaalsustaju vastastikmõju tõlgendamine. Sotsiaalsetele protsessidele on iseloomulik see, et süsteemis tegutsevad agendid püüavad mõista keskkonda, millele neil on vahetu mõju. Seega tekib tagasiside tsükel (*feedback loop*) nähtuse ja taju vahel, mis väljendub kahel üksteist välistaval viisil (Soros 1987: 49-52):

1. Mingi arusaama võimendumises kui nähtus käitub vastavalt sellele arusaamale;
2. Selle arusaama kustumises kui nähtus käitub vastupidiselt tajule.

Juhul kui realiseerub teine variant, siis ei saa rääkida esmategutsejatest ega ka imiteerijatest, sest tehtud otsus on niivõrd unikaalne, et ei võimalda matkimist. Samas, esimese variandi teostumisel on võimalik turuaktiivsuse kasvamine. (*Ibid.* : 53)

Minnes tagasi esmategutsejate ja konglomeraatide juurde ning vaadates neid kahte nähtust läbi refleksiivsuse raamistiku, on võimalik selgitada, miks oli „P/E-maagia“ esile kerkimine võimalik. Eeldusel, et esmategutsejate omandamisi on turg hinnanud positiivseteks ehk konglomeraadi turuväärtuse olulise kasvuga võrreldes teiste omasugustega luuakse viljakas pinnas pikaajalise trendi tekkimiseks. Siinkohal on oluline mõista, millise iseloomuga hüpoteesid püstitatakse selgitamaks tehingu motiive. Konglomeraatide esile kerkimise selgitamiseks kasutati küllaltki universaalseid selgitusi, mida oli võimalik rakendada küllaltki suurel ettevõtete valimil, seega imiteerijatel oli võrdlemisi lihtne ratsionaliseerida planeeritavat omandamist. Juhul kui aktsiaturg reageeris omandamistele positiivselt, siis ka tugevnes usk püstitatud hüpoteesidesse. Küll aga, viidates esmategutsejate ja imiteerijate positsioonide erinevusele ning tõdemusele, et omandamise tulemuslikus avaldub viitajaga, siis on intuiitiivselt võimalik mõista, miks imiteerijate tegevuse tulemuslikkust hinnatakse kõrgemalt kui see on reaalselt võimalik. Teisisõnu, esmategutsejate edu kantakse üle imiteerijatele, millega seoses tasakaalustuvad imiteerijate ja esmategutsejate turuväärtuste tasemed. Järelikult toodud hüpoteesid kinnitatakse aktsiaturu poolt ning

² Refleksiivsusest antud kontekstis vt. täpsemalt Soros (2003: 49-85).

usk nendest tugevneb ehk tekib võimenduv tagasisidetsükkel (*self-reinforcing feedback loop*). (Soros 2003: 59-62)

Eelnevas lõigus käsitleti tagasisidetsükli võimendajana turu poolt edastatud signaale. Samas on selge, et mingi hüpoteeside kombinatsiooni nn rusikareegliks kujunemisel ei piisa ainult turusignaalidest. Sirower ja Auster (2002) identifitseerisid kolm tagasisidetsükli, mis võimaldavad hüpoteeside kombinatsioonide muutumise üldlevinud dogmadeks (Sirower, Auster 2002: 228):

- sunniviisiline tagasiside tsükkel (*coercive isomorphic process*);
- normatiivne tagasiside tsükkel (*normative isomorphic process*);
- imiteeriv (ehk mimeetiline) tagasiside tsükkel (*mimetic isomorphic process*).

Nendest kolmest viimane, imiteeriv tagasisidetsükkel, kattub oma sisult eelpool kirjeldatud turusignaalidel põhineva tagasisidetsükli iseloomuga ning seetõttu täiendavalt seda ei selgitata. Küll aga väärivad suuremat tähelepanu sundiv- ja normatiivne tagasisidetsükkel, mis avavad huvitavad aspektid ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujundamisel.

Sunniviisiline tagasisidetsükli tuumikus on agendi ja printsiipiaali dilemma, mille lähtepunktiks on ettevõtte (printsiipiaal) ja konsultantide (agent) vaheline huvide konflikt. See eesmärkide erinevus avaldub eriti ostja-poolsete konsultantide seas ning see põhineb kahel kandval elemendil (*Ibid*: 228):

- Konsultantide ärimudel põhineb tehingute vahendamisel. Seetõttu püüavad konsultandid võimalikult palju ja kõrge vääringuga tehinguid nõustada. Tänu sellele eesmärgile on suur osa konsultantide tööst seotud presentatsioonide tegemisega ettevõtetele, mille raames proovitakse „strateegiliselt olulisi“ tehingu ideid ettevõtete juhtkondadele maha müüa. Selle idee müügi raames ilustatakse ja luuakse liigoptimistlike tuleviku projektsioone tehingu tulemuslikkusest, mis on oma eos realiseerimatud.
- Teiselt poolt aga eksisteerib oluline informatsiooni asümmeetria ettevõtte ja konsultantide vahel, mis võimendab huvide konflikti eksisteerimise võimalust. Küsimuse tuum peitub asjaolus, et ettevõtetel puudub vajalik kompetents hindamaks konsultantide poolt pakutava idee tulemuslikkust, kuna ühinemine või

omandamine on suhteliselt harv sündmus ettevõtte töötajaskonnale. Teisisõnu: konsultandid kujundavad teatud ulatuses juhtkonna reaalsustaju planeeritava teingu osas. Järelikult konsultantidel on tugev läbirääkimispositsioon.

Samas peab tõdema, et nende kahe punkti tõttu avaldub ka huvitav sümbioos teingu tulemuste hindamisel, mis seotud vastutuse kandmisega. Juhul kui teingu tegelik tulemus ei vasta ootustele või kujuneb kahjulikuks, siis juhtkond saab süükeskme suunata konsultantidele ja nii vältida isiklikku vastutust. Sealjuures konsultandid suunavad süükeskme juhtkonnale, väites, et nad polnud võimelised nt kahe ettevõtte vahelist integreerimisprotsessi edukalt läbi viima. Seega tekib olukord, kus ükski osapool tulemuste eest ei vastuta ning selle puudumise tõttu on võimalik, et sooritatakse aktsionäridele ebasoodsaid tehinguid. (Auster, Sirower 2002: 229)

Normatiivse tagasisidetsükli idee mõistmiseks on vaja arusaama sellest, kuidas kujunevad välja vastuvõetavad käitumismustrid. Siinkohal mainitakse kahte kanalit, mille kaudu kujundatakse hoiakuid (Auster, Sirower 2002: 231):

- Meedia narratiiv on üks oluline komponent hoiakute kujundamises, kuna selle levi ulatub kaugemale kui erialased ringkonnad. 1990. aastate ühinemiste ja omandamiste laineharjal võis märgata, kuidas meedia lõi kangelaslikkuse aura juhtkondade ümber, kes sooritasid küllaltki riskantseid omandamisi. Hambrick ja Hayward (1997: 120) leidsid positiivse seose juhtkonna meediakuvandi ja omandamise käigus makstud hinnapreemia vahel ehk mida jaatavam oli meedia hoiak juhtkonna otsuse suhtes, seda kõrgemat hinnapreemiat oldi valmis maksma sihtmärkettevõtte eest. Seega omab meedia ulatuslikku mõju sellele, kuidas inividid nii erialases kui ka igapäevases kontekstis tajuvad enda ümber toimuvaid sündmusi.
- Nii akadeemilised kui ka ametialased uurimistööd avaldavad mõju hoiakute kujundamisele, kuid ka siin on meedial infoedastuskanalina oma osa mängida. Seoses sellega võib eeldada, et eetriaega saavad ainult need uurimistööd, mis peegeldavad infokanali omaja poolt heaks kiidetud infot. Mistõttu respektieritud teadlaste kui konsultatsiooniettevõtete uurimustööd taandatakse sõnakõlksudeks, millega õigustatakse meedia poolt soositavat või edastatavat narratiivi. Samas ka eelpool nimetatud huvigrupid proovivad avalikkuse

hoiakuid kujundada. 1990. aastate ehk kõige markantsemaks sellelaadseks juhuseks võib pidada KPMG katset summutada üht nende poolt avalikustatud uurimistööd, mis väitis et ainult 17% kõikidest tehingutest on kasumlikud. Kui Financial Times'i esindaja küsis selle intsidenti kohta kommentaari, siis KPMG ühe vanempartneri vastus oli: “Me ei tahtnud, et inimesed selle (ühinemised ja omandamised – autor) negatiivsesse võtmesse paneksid (KPMG withdraws... 1999: 15, viidatud Sirower, Auster 2002: 232 vahendusel).“

Seega meedial kõige laiemas mõistes on kahepoolne mõju. Esiteks, viidates mittetäielikul määral lugupeetavate indiviide ja organisatsioonide uurimistöödele luuakse nähtusele faktidel põhinev õigustus. Teiseks, toetudes sellele õigustusele saab avaldada järellugusid või tõlgendada vastavalt soositud narratiivile toimuvaid sündmusi, nii nagu 1990. aastate ühinemise ja omandamise laine puhul tehti. Kokkuvõtvalt võib normatiivse tagasisidetsükli kohta öelda, et see aitab eraldada tehingu motiividest unikaalsed aspektid ning taandada need motiivid abstraktsele kujule, mis on rakendatav ja seletatav laiemale valimile.

Kokkuvõtvalt võib öelda, et ebaharilikult kõrge turu aktiivsuse kujunemine on sügavalt refleksiivne protsess, mille toimimiseks on vaja mitmete tegurite kokkulangemist, alates esimestest edulugudest kuni meedia soosiva narratiivini – igal ühel nendest teguritest on oma roll tekkinud tuumikhüpoteeside kinnitamisel ja nende muutmisel üldlevinud dogmaks. Samas peab tõdema, et kogu selle peatüki vältel eeldati, et impulss, mis avab võimaluse laialdaseks ühinemiste ja omandamiste aktiivsuse tõusuks on toimunud. Mistõttu on loogiline jätk sellele alapeatükile täpsem pilguheit eeltingimustele, mis peavad eksisteerima, et turu aktiivsus saaks kasvada.

1.2. Sektoraalne perspektiiv ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse mõjuritele

Kohtupraktikas peab enne süüdistuste esitamist leidma vastus kolmele küsimusele: „Kas süüalusel oli vahendid, motiiv ja võimalus?“ See alapeatükk käsitleb eelkõige viimast – võimalust. Lähtudes Ali-Yrkkö (2002) väljatöötatud mudelist, siis kõrgenenud ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse tasemetele on eelnenud sektoripõhine šokk.

See tähendab, et on toimunud mingi sündmus, mis muudab ühinemise või omandamise atraktiivseks strateegiliseks alternatiiviks. Seega see sündmus loob piisava tingimuse eelmises alapeatükis mainitud esmategutsejate tekkeks. Siinjuures on huvitav märkida, et ühinemise ja omandamiste dünaamikat sektoritasandil hakati süvendatult uurima 1980. aastatel ja selle uurimissuuna üheks mõjukamaks tööks võib pidada Mark Mitchelli ja Harold Mulherini 1996. aastal avalikustatud uurimust „The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity“.

Viimatimainitud uurimuses vaadeldi ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsusest aastatel 1982-1989, kusjuures ettevõtete valimi moodustasid noteeritud firmad kolmel USA börsil – NYSE, AMEX ja NASDAQ – tingimusel, et esindatavas sektoris on kümme või enam ettevõtet. Sellisel tingimusele vastas 1064 ettevõtet ja need moodustasid rohkem kui 60% kogu turukapitalisatsioonist vaadeldavatel börsidel 1981. aasta lõpus. Autorid leidsid, et 57% (606 ettevõtet) valimis olnud ettevõtetest olid kokkupuutunud ebaõnnestunud või õnnestunud ühinemise ja omandamise tehinguga. Sealjuures, kui vaadeldi tehingute jaotust sektorite lõikes, siis ilmnesis olulised variatsioonid. Sellel perioodil tervikuna näitasid kõrget aktiivsust meelelahutus, ravimite jaemüük, toorõli tootjate, ringhäälingute, rehvi ja kummi, ja terasetööstuse sektorid, kus rohkem kui 75% ettevõtetest oli omandamise või ühinemise tehinguga seotud. Samas eksisteeris ka sektoreid, kus tehingute aktiivsus oli madal. Kuid, kõige kaalukam avastus tulenes tehingute ajaliselt jaotusest vaadeldaval ajaperioodil. Nimelt näitasid Mitchell ja Mulherin (1996), et olenevalt sektoritest koondusid 40%–100% kõikidest sektoris toimunud tehingutest kahe aastasesse perioodi. Seega tekkisid sektori lõikes tehingute klastrid. (Mitchell, Mulherin 1996: 3. 201-205. 206-209)

See tõestatud klasterdumine, kui ka asjaolu, et mõned sektorid näitasid oluliselt kõrgemat aktiivsust tehingute osas, viitab mingi šoki olemasolule. Püstitati hüpotees, et on olemas laiahaardelised ja sektorispetsiifilised šokid. Esimesse gruppi kuuluvad näiteks tehnoloogiline progress, majandusdünaamika muutused ja teised suhteliselt abstraktsed ja laia mõjuspektriga nähtused. Teise gruppi, sektorispetsiifilised šokid, kvalifitseeruvad eelkõige muutused regulatiivses raamistikus, mis reeglina mõjutavad üht kindlat sektorit. Teise grupi efekte on küllaltki lihtne tuvastada, kuna sektori mängureegleid muutva sündmuse saab küllaltki täpselt dateerida. Tehtud analüüsis

leitigi tugev positiivne side tehingute arvu ja sektorispetsiifiliste šokkide vahel. Pöördudes tagasi laiahaardeliste šokkide juurde, siis selle lähendina kasutati sektori müügitulude muutusi viiel vaatlusalusele perioodile eelnenud aastal. Selline metoodika on õigustatud, kuna laiahaardelise šoki mõju avaldub teatud viiteajaga ehk mängureeglite muutumise protsess on järk-järguline. Huvitav on siinkohal märkida, et müügitulude mõlemasuunaline muutumine avaldas mõju tehingute aktiivsusele. Analüüs viitas, et kui sektori müügitulude kasvutempo erines ± 10 %-punkti valimi keskmisest, siis see tõlgendas tehingute arvu kasvu, küll aga olenevalt muutuse suunast erinevas proportsioonis. Sellest tuleneb oluline järeldus, et tehingute arvu kasv mingis sektoris pole tingimata seotud kas positiivsete või negatiivsete arengutega, vaid piisab fundamentaalsest muutusest sektori mängureeglites. (Mitchell, Mulherin 1996: 210-214)

Andrade ja Stafford (2004) analüüsisid samuti ühinemiste ja omandamiste klasterdumise efekti ning võrdlevad seda materiaalse ja immateriaalse põhivara investeeringute mahuga. Nad nõustuvad Mitchell'i ja Mulherini (1996) poolt püstitatud hüpoteesiga, et ühinemised ja omandamised koonduvad lühikestesse ajaperioodidesse sektori tasandil ja näitavad, et see seaduspärasus vastab tõele küllaltki pikal ajaperioodil, 1970-1994 (Andrade, Stafford 2004: 7-9). Küll aga olulisem tõdemus ühinemiste ja omandamiste aktiivsuse selgitamisel tulenes põhjendusest, miks toimub tehingute aktiivsuse tõus nii positiivsete kui ka negatiivsete müügitulu šokkide esinemise korral (Andrade, Stafford 2004: 16):

- Negatiivsete müügitulušokkide korral domineerivad eelkõige sektorisisised ühinemised ja omandamised. Kusjuures, negatiivsetest müügišokkidest mõjutatud sektoritele olid omased madalad tootmisvõimsuse rakendamise ning madalad põhivarasse investeerimise määrad. Järelikult on negatiivsete müügitulušokkide korral peamiseks ajendiks ühinemise või omandamise läbiviimiseks varabaasi vähendamine ja duplitseeritavate funktsioonide kaotamine. Teisisõnu, kui nõudlus sektori toodete järgi on vähenenud, restruktureeritakse sektori varad selliselt, et oleks võimalik jätkusuutlikult äritegevust jätkata. See seos oli kehtiv kogu vaatlusalusel perioodil.
- Positiivsete müügišokkide korral võib aga rääkida üleüldisest tehingute aktiivsuse kasvust ehk ei ole võimalik määratleda erisusest sektorisisestest või -ülestes

tehingutes. Seega on positiivsete müügišokkide ajal toimuv tehingute aktiivsuse kasv eelkõige ajendatud äritegevuse laiendamisest ja lisa tootmisvõimsuse kaasamisest.

Kokkuvõtvalt saab öelda, et olenevalt sektori majanduslikust tervisest on ühinemiste ja omandamise ajendid erinevad. Ühel juhul, negatiivse šoki korral, toimub tootmisvahendite ja turujõu konsolideerumine eesmärgiga optimeerida juhtimisfunktsioone ja vähendada püsikulutasemeid. Teisel juhul, positiivse šoki korral, on eesmärgiks tootlike varade mahu kasvatamine olenemata sektori spetsifikatsioonist. Kuigi see viimane on utreeritud tõdemus, kuna uurimuses kasutati sektoriklassifikatsiooni, milles oli üle 550 kirje (Andrade, Stafford 2004: 35).

Kui vaadelda täpsemalt sektorispetsiifilisi šokke, siis üheks olulisemaks mõjuriks on peetud seadusandlikku raamistikku. Andrade *et al.* (2001) fikseerisid olulisemad majandustegevust mõjutavad muudatused seadusandluses ning võrdlesid ühinemiste ja omandamiste turuaktiivsust selles sektoris, mida see seadusandlik muudatus kõige enam mõjutas. Sealjuures võeti kasutusele nn deregulatsiooniakna (*deregulation window*) mõiste, mille kohaselt loeti kõik tehingud, mis toimusid seadusemuudatusest mõjutatud sektoris kolm aastat enne ja kuus aastat pärast seaduse vastuvõtmist, ajendatuks seadusliku raamistiku muutumisest. Selle põgusa analüüsi tulemusena selgub, et Ühendriikide 1990. aastate ühinemiste ja omandamiste peamiseks mõjuriks võib lugeda sektorispetsiifilisi šokke. See tähendab, et sektorid, mida mõjutas seadusandluse muutus, moodustasid dekaadi vältel ligi 50% kogu tehingute mahust. Küll aga peab selle tasemenäitaja tõlgendamisel arvestama, et 1990. aastad USAs oli periood, kus seadusandlikud muudatused toimusid muuhulgas kolmes sektoris: pangandus, kommunaalteenused ja telekommunikatsioon, mis traditsiooniliselt on küllaltki kapitalimahukad või kõrge lisandväärtusega, st mõned üksikud suuremahulised tehingud võisid sellise tulemuse kujunemisele oluliselt kaasa aidata. (Andrade *et al* 2001: 7, 26)

Seni pole selles peatükis käsitletud tehnoloogilise progressi rolli ühinemiste ja omandamiste turuaktiivsuse kujundamisel. Seda seetõttu, et tehnoloogiliste šokkide korral ei täida ühinemised ja omandamised mitte ainult kapitali ümberpaigutamise rolli, vaid on ka oluline kanal, mille kaudu toimub uue tehnoloogia difusioon. Meenutades, et

šokk kui selline on sektori tavapäraseid mängureegleid oluliselt muutev sündmus, siis on selge, et teatud osa ettevõtteid on paremas positsioonis rakendamaks uue tehnoloogia võimalusi. Sellest tulenevalt saavutavad need ettevõtted olulise konkurentsieelise võrreldes ettevõtetega, mis pole uut tehnoloogiat jõudnud rakendada. Sellel konkurentsieelisel on kahene efekt. Ühest küljest tõstab see tehnoloogia rakendajate majanduslikku kasumlikkust ja efektiivsust. Teisest küljest tekib uue ja vana tehnoloogia rakendajate vahel väärtustasemete erinevus, mille kohaselt uue tehnoloogia rakendajate väärtus tõuseb ning vana tehnoloogia rakendajate väärtus progressiivselt langeb vastavalt uue tehnoloogia rakendajate osakaalu tõusuga. Nendest kahest efektist tulenevalt on uue tehnoloogia rakendajad tugevas positsioonis, et omandada vana tehnoloogia rakendajaid. Sealjuures omandamise tehingu järgselt võetakse uus tehnoloogia kasutusele omandatud varade koosseisus. Selle mõttekäigu toel on suures osas põhjendatud 1918-1930 (tööstuse elektrifitseerimine) ja 1970-2002 (infotehnoloogia kasutuselevõtmine) aastate ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemist. (Jovanovic, Rousseau 2004: 1-5; 22-26)

Siinkohal on tarvilik märkida, et siin alapeatükis toodud uurimistööd on vaadelnud ühinemiste ja omandamiste laine formatsioonide kujunemist läbi neoklassikalise majandusteooria, mille on hästi kokkuvõtnud Harford (2005). Neoklassikalisele hüpoteesi kohaselt, kui sektorit on mõjutanud tehnoloogiline, regulatiivne või majanduslik šokk, siis sektorisisesed ja sektorivälised agendid reageerivad sellele kollektiivselt läbi omandamiste või ühendamiste kohanemaks uue keskkonnaga. Sealjuures toimub arvestatav ajaline klasterdumine, kuna šokile reageeritakse üheaegselt ning seetõttu toimub võistlemine parimate varakombinatsioonide pärast. Harford (2005) ise täiendab seda hüpoteesi, lisades, et protsessi lahtihargnemise eelduseks on piisava kapitali olemasolu, ehk teisisõnu agentidele peab olema kättesaadav vahend, millega finantseerida võimalikke tehinguid. (Harford 2005: 533)

Käitumusliku hüpoteesi kohaselt ei pea ühinemiste ja omandamiste laine formatsiooni kujunemisele eelnema šokki, vaid tehingute aktiivsuse varieerumise põhjustab varade hinnatasemete erinevused. Teisisõnu, kui mingi sektori ettevõtted on turu poolt oluliselt kõrgemate hinnatasemetega võrreldes turu keskmisega, siis need ettevõtted on altimad viima läbi ühinemisi või omandamisi vahetades ettevõtte aktsiad reaalselt varade vastu.

Seejuures on oluline märkida, et ülehinnatud ettevõtted püüavad võimalikult kiiresti realiseerida võimalusi, mis on avanenud tänu tekkinud hinnaerinevustele, sest nende erinevuste püsimise aeg on määramatu. Teisisõnu, tehingute ajalise klasterdumise põhjusena nähakse eelkõige määramatust tuleviku suhtes. (Harford 2005: 534)

Illustreerimaks nende kahe hüpoteesi kooseksisteerimise võimalikkust on sobilik vaadata ajalukku ja võrrelda 1980. ja 1990. ühinemiste ja omandamiste turgu. Esimesel ajaperioodil kerkis esile rämpsölakirjade turg, mis avas alternatiivse kapitali kaasamise viisi nii finantsinvestoritele kui ka ettevõtetele (Martynova, Renneboog 2008: 2150). Teisalt, seda perioodi markeeris mitme seni kehtinud turgu piiravate seaduste tühistamine, mis moodustas regulatiivse šoki (Andrade *et al.* 2001: 7). Võimaluse ja vahendi olemasolu võimaldas tehinguid sooritada ja seda üsna suurtes mastaapides. Samas 1990. lõpuaastatel olid aktsiaturgude suhtelised väärtustasemed ajalooliselt kõrgetel tasemetel ja suur osa tehinguid rahastati aktsiate toel (Martynova, Renneboog 2008: 2171). Selle perioodi kõige silmapaistvamaks tehinguks võib pidada American Online'i (AOL) ja Time Warner'i ühinemist, mis kuni tänaseni on üks suurimatest nominaalse väärtusega tehingutest. Küll aga rahastati kogu tehing aktsiatega. Sealjuures on huvitav tähelepanu pöörata sellele, kuidas seda tehingut retrospektiivis hinnatakse. Täna on jõutud seisukohale, et AOL'i jaoks oli see suurepärane tehing, kuna nad vahetasid oma aktsiad reaalse vara vastu ehk Time Warner'i vastu, mis pakub nii ringhäälingu kui ka kaabelmeedia lahendusi (Bruner 2004: 65). Vaatamata sellele, et neid kaht perioodi eraldab vaid dekaad, on nendel ajavahemikel eksisteerinud turu aktiivsuse selgitamiseks vaja rakendada erinevaid mudeleid.

Kokkuvõtvalt võib öelda, et ühinemiste ja omandamiste turule mõjuvad šokid saab klassifitseerida järgmiselt:

- majanduslikud,
- regulatiivsed,
- tehnoloogilised.

Iga nende šokkide tagajärgi ning mõjusid vaadeldi selle alapeatüki raames. Lisaks viidatakse mitmele ühinemiste ja omandamiste turu iseloomulikule joonele. Erilist tähelepanu pöörati sektoraalsele kui ka ajalisele klasterdumisele. Ühe huvitava

aspektina toodi välja, et erinevatel ajaperioodidel toimunud turu aktiveerumiste seletamiseks on tarvilik kasutada erinevaid teoreetilisi kontseptsioone. Sellest tulenevalt illustreeriti neoklassikalise ja käitumusliku ühinemiste ja omandamiste hüpoteesi seletamise võimet 1980. ja 1990. turu iseärasuste taustal. Küll aga, Harford (2005) täiendas neoklassikalist hüpoteesi, lisades sellele kapitali olemasolu eeltingimuse. Selle alapeatüki sissejuhatuses sai toodud analoogia kohtupraktikast, kus süü tõestamiseks oli vaja tuua seletused kolmele terminile: vahend, motiiv, võimalus. Kui see alapeatükk käsitles eelkõige *võimalust*, siis järgnev käsitleb muuhulgas ka *vahendit*, ehk Harfordi (2005) poolt toodud eeltingimust.

1.3. Makroökonomilised tegurid ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujundajatena

*“Tempora mutantur, nos et mutamur in illis”*³ on sobilik ütlus kirjeldamiseks teadustööde arengut, mis käsitlevad ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemist. 20. sajandi keskpaigast kuni 1980. aastateni toetuti ühinemiste ja omandamiste laine formatsioonide selgitamisel eelkõige makroökonomilistele teguritele. Sellele uurimistööde suunale aluse panijaks võib pidada Ralph L. Nelsoni 1959. aasta artiklit „Merger Movements in American Industry, 1895-1959“ (Beckett 1986: 14). See uurimus ja mitu temale järgnenud, sh ka Beckett (1986) enda töö, kinnitasid seost makroökonomiliste näitajate ja ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse vahel. Alates 1980. kuni 2000. aastateni keskendusid teadustööd peasajalikult sektori tasandile ja seda suuresti tänu parema ning detailsema alginfo kättesaadavusele. Käesoleva töö kirjutamise ajaks on ring täis saanud ning esile on kerkinud taas makroökonomiline suund ühinemiste ja omandamiste selgitamiseks, kui vahend otsevälisinvesteeringute teostamiseks globaliseerunud maailmas. Järgnevalt antaksegi ülevaade olulisematest seaduspäradest, mida on suudetud tuvastada lähtuvalt makroökonomilisest perspektiivist.

³ Ajad muutuvad ja meie muutume ühes nendega – ladinakeelne ütlus

Koos investeerimispanga Drexel Burnham Lambarti esilekerkimisega jõudsid ühinemised ja omandamised laiemal avalikkuse huviorbiiti (Sterngold 1988). Sellega kaasnes ka akadeemiliste ringkondade värskenenud huvi selle fenomeni vastu. Makroökonomilisest seisukohast suudeti näidata, et ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsus tehinguarvudes on positiivselt sõltuv rahvuslikust koguproduktist ja negatiivselt sõltuv USA riigikassa lühiajalise võlakirja intressimäärast (3-month T-Bill). Teisisõnu, majanduskasvu perioodid ühilduvad ka ühinemiste ja omandamiste turuaktiivsuse kasvuga, eeldusel, et seda toetab välisfinantseeringu kättesaadavuse paranemine. Samas on laialdaselt tõdetud, et muutused makroökonomilised keskkonnas suudavad selgitada ligi kolmandikku kogu ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsusest. (Beckett 1986: 23-24)

Oma analüüsi kokkuvõttes püstitas Beckett (1986) hüpoteesi, et juhul, kui majanduskasvu perioodiga kaasnevad madalad laenuintressimäärad, siis ettevõtted laiendavad oma äritegevust toetudes ühinemistele ja omandamistele. Seda seetõttu, et erinevalt orgaanilisest kasvust omandab investor juba käivet tootva äriüksuse, s.t puudub oluline ajaline nihe investeeringu tegemise ja äritegevuse alustamise vahel. Sellest tulenevalt saab ettevõtte hetkeliselt suurendada oma tootmisvõimsusi ning selle toel suurendada kasu majanduse üldisest kasvust. (Beckett 1986: 25)

Majanduse kogutoodangu ja ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse vahelist seost on testitud ka Jaapani kontekstis. Nakamura (2004) poolt kirjutatud uurimuses testiti TOPIX indeksi ja Jaapani SKP seost ühinemiste ja omandamiste arvuga. Regressioonmudeli tulemusena selgus, et SKP tase kui kirjeldav muutuja on oluline ning võimaldab seletada vaadeldavat nähtust kinnitades Beckett 1986. Samas Tokio börsi indeks osutus ebaoluliseks teguriks mudelis. (Nakamura 2004: 13-17)

Harford (2005) lisab huvitava komponendi makrokeskkonna analüüsi, mis selgitab mõlema eelmise töö tulemusi ja asjaolu, millele Beckett 1986 viitas. Oluliseks küsimuseks ühinemiste ja omandamiste turul kujuneb finantseerimisvahendite olemasolu reageerimaks sektori sisestele ja ülestele šokkidele. Harford (2005) argumenteerib, et ligipääs kapitalile on tarvilik tingimus turu aktiveerumiseks. Selle idee testimiseks loodi kapitali kättesaadavust kirjeldav muutuja, mis oma olemuselt oli

kommertsbankade pakutavate laenude intressimäärade ja Föderaalreservi intressimäära (*Federal funds rate*) vahe. Järelikult, mida väiksem on nimetatud näidikute vahe, seda kergemini on võimalik kaasata väliskapitali. Analüüsis tõdetakse, et see kapitali kättesaadavust kirjeldav näidik omab olulist jõudu ühinemiste ja omandamiste turuaktiivsuse selgitamisel. Lisaks tõdetakse, et olukorrad, kus neoklassikaline hüpotees (vt. lk. 21) ilma Harfordi poolt lisatud eeltingimusega ei oma kvalitatiivselt seletavat võimet, omandab selle, kui lisada kapitali kättesaadavuse tingimus. (Harford 2005: 542; 558-559)

Ühtlasi kontrollitakse kas aktsiaturu väärtustase võiks olla parema kirjeldusvõimega. Aluseks võetakse regressioonimudel, kus testitakse ettevõtte turukapitalisatsiooni ja omakapitali raamatupidamisliku väärtuse suhtarvu võimet eraldiseisvalt ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsust kirjeldada. Selgub, et see väärtustaseme mõõdik omab selgitavat mõju, aga kui regressioonimudelisse lisada ka kapitali kättesaadavast kirjeldav muutuja, siis esimene kaotab oma olulisuse. Harford argumenteerib, et kõrged väärtuskordajad on kapitali kerge kättesaadavuse tagajärg. (Harford 2005: 547)

Nende kolme uurimistöö tulemusena saab öelda, et makroökonomilised karakteristikud on olulised selgitamaks ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemist, kuid tuleb tõdeda, et neil on omad piirid. Omakorda tekib küsimus, millise karakteristikuga selgitada turu kujunemist – RKP, SKP või Harfordi poolt välja pakutud kapitali kättesaadavuse muutujat. Käesoleva töö autori veendumuse järgi on otstarbekas rakendada eelkõige kapitali kättesaadavusel põhinevat mõõdikut. Seda seetõttu, et võib eeldada, et perioodid, mille raames on võimalik odavalt kaasata laenukapitali, ühtivad majanduskasvu perioodidega, mis tundub ka intuiitiivselt loogiline. Üleüldise majanduskasvu taustal paranevad ettevõtete tulemuslikkuse näitajad, vähenenud finantsriski tingimustes langevad intressimäärad, mis võimaldavad kapitali kaasata täiendavate investeeringute tarbeks. See omakorda loob nõudluse teenuste ja kaupade järele. Kasvava nõudluse keskkonnas põhivara ja ka ettevõtete väärtused tõusevad, mis omakorda võimaldavad võimenduse lisamist kasvanud tagatisvara väärtuse toel. Kuigi kirjeldatud protsess on nii mõneski mõttes utreeritud, pole selle realiseerumine kaugeltki ebatõenäoline. Teiselt poolt, kui vaadelda ühinemist või omandamist kapitali mahukuse seisukohalt, siis on ebatõenäoline, et see kogu ulatuses finantseeritakse

omakapitali toel, pigem kaasatakse ühel või teisel moel välisfinantseeringut. Sellest tulenevalt on mõistlik ühinemisi või omandamisi teostada sellises majanduskeskkonnas, kus kapitali kaasamise kulud on väikesed.

Viimase kahekümne aasta jooksul on maailma kujundanud globaliseerumine. Sealhulgas pole ka ühinemised ja omandamised selle mõjust kõrvale jäänud. Kaks viimast ühinemiste ja omandamiste lainet, mis toimusid aastatel 1993-2000 ja 2003-2008, on peetud ajaloos erakorralisteks, kuna turu aktiivsus tõusis kõikjal ning piirideülesed tehingud muutusid levinumaks (Martynova, Renneboog 2008: 2152). Just need piirideülesed tehingud on tõstatanud küsimuse, milliseks on kujunenud ühinemise või omandamise roll otsevälisinvesteeringute kontekstis.

Ühinemised ja omandamised moodustasid $\frac{2}{3}$ globaalsest otseinvesteeringute mahust aastatel 1987-2001, seega omavad nad suhteliselt suurt tähtsust rahvusvaheliste kapitalivoogude kujundamises. Sellest teadmisest tiivustatult on publitseeritud arvukaid uurimistöid, mis on proovinud leida seaduspärasusi, milliste riigitüüpide vahel on tehingud tõenäolisemad. Kuigi kasutatavad sõltumatud muutujad varieeruvad uurimistöodes, on peamise lähtepunktina kasutatud gravitatsioonimudelit, mille järgi *ceteris paribus* lähestikku asuvate riikide vahel esineb rohkem tehinguid. (Head, Ries 2007: 1; 3-4)

Kapitali kättesaadavuse printsiibist lähtuvalt on uuritud, millised karakteristikud on omandatava ja omandaja riikidel. Selle suuna käsitlemisel on kasutusele võetud turukapitalisatsiooni ja riigi SKP suhtarv, seda seetõttu, et tegemist on mõõdikuga, mida on võimalik küllaltki lihtsalt arvutada erinevate riikide lõikes ning andmete usaldusväärsus on kõrge tasemega. Teiselt poolt on see mõõdik indikatiivne riigi finantssektori ja –turu arengutasemele ehk mida suurema osa turukapitalisatsioon moodustab SKP-st, seda kõrgemini arenenud on riigi rahandussektor ja sellest tulenevalt seda kergemini on võimalik kapitali kaasata. On tõestatud, et aastatel 1990-2000 pidas paika seaduspärasus, et kõrgelt arenenud rahandussektoriga riigid olid reeglina ostja poole peal. Samas tõdeti, et suur osa tehinguid toimusid arenenud industriaalriikide vahel ja väiksem osa oli suunaga arenenud riikidesse. Küll aga on huvitava aspektina välja toodud, et vabakaubanduslepped ning tolliliidud on negatiivse mõjuga ühinemiste ja omandamiste mahule. See esialgu vastuoluline järeldus on tegelikult võrdlemisi

loogiline, kui võtta arvesse alternatiivide kogumit, mis on ettevõtetel, kes soovib äritegevust alustada riigis, millega on sõlmitud vabakaubandusleping või mis asub ühises tolliliidus. Teisisõnu, kui riigid on sõlminud kaupade vahetusrežiimi lihtsustava lepingu, siis on ettevõtetel odavam koduriigist kaupu eksportida sihtriiki võrreldes füüsilise kohaloleku loomisega läbi omandamise. (di Giovanni 2002: 5;23-26)

Kirjanduses on leidnud olulise koha hinnaarbitraaži hüpotees, mille abil on selgitatud piiriüleste ühinemiste ja omandamiste eksisteerimist. Vaatamata sellele, et viimase kahekümne aasta jooksul on maailm muutunud üha integreeritumaks, pole kapitalivood ilma barjäärideta. Teisisõnu, kultuuriline mitmekesisus, avalike institutsioonide ning rahandussektori arengutasemete erinevused põhjustavad samaste varade kogumite hinna erinevusi regioonide vahel. Sealjuures on argumenteeritud ning empiiriliselt tõestatud, et selle hinnaarbitraaži võimaluse kujunemise põhjused on valuuta vahetuskursside erinevuses ning kohaliku aktsiaturu arengutes. On leitud, et riigid, mille valuuta ja aktsiaturuväärtus on kasvanud võrreldes partnerriigiga, näitavad suuremat kalduvust omandada varasid väljaspool koduturgu, st partnerriigi varad on muutunud suhteliselt odavamaks. Lisaks on argumenteeritud, et kui omandaja ja omandatava koduturu arengutasemete erinevused on arvestatavad, siis välisomandis olemine võib põhjustada omandatud vara väärtuse kasvu. See tuleneb asjaolust, et vähemarenenud riigis on kapitaliturud madalama kvaliteediga, mistõttu kapitalikulukuse määrad on kõrgemad. Juhul kui see ettevõtte kuulub välismaise kontserni koosseisu, siis emettevõtte on võimeline kapitali kaasama oma koduturult ning selle suunama tütarettevõttesse, selliselt refinantseerides olemasolevaid intresse kandvaid kohustusi kapitaliga, millel on madalam intressimäär. (Erel *et al.* 2011: 22-25)

Viimase dekaadi jooksul on Euroopa Liit laienenud märgatavalt. 2007. aastaks oli Euroopa Liiduga seotud 27 riiki, millest viimastena liitusid Rumeenia ja Bulgaaria. On selge, et niivõrd suure ühise majandusruumi tekkimine ja selle käigus loodud alus seadusandlikuks konvergenstiks peaks jätma jälje ka ühinemiste ja omandamiste turule. Ka käesoleva töö raames väärrib liiduülestest trendidest kirjeldamine täpsemat tähelepanu, et luua empiirilisele osale laiem kontekst.

Euroopa Liit on ühinemiste ja omandamiste seisukohalt küllaltki heterogeenne. Vaatamata mitmele seadusandlike konvergensti initsiatiividele on ühinemisi ja

omandamisi reguleerivates seadustes riikideülesest erinevusi. Kuigi Euroopa Komisjon ja tema eelkäijad on tunnistanud vajadust ühese seadusandliku raamistiku loomiseks, on selle materialiseerumine olnud valulik protsess, mille alguseks võib lugeda 1985. aastat ning alles 2003. aastal sai ühinemise ja omandamisi reguleeriv direktiiv kinnituse. Vaatamata sellele, et see direktiiv määratles neli eesrindlikku sätet, mis aitavad seadusandliku raamistiku harmoniseerimisele kaasa, jäeti riiklikele organisatsioonidele küllaltki suur vabadus nende tõlgendamisel ja ratifitseerimisel (Campa, Moschieri 2008 : 12):

- Nõukogu neutraalsuse printsiip sätestab, et ülevõtmispakkumise saanud ettevõtte nõukogu peab saama aktsionäride nõusoleku, enne kui astub samme, mis võiks päädida ülevõtmispakkumise tühistamisega. Sellega tagatakse aktsionäride kaitse nõukogu erahuvide vastu.
- Läbimurde (*breakthrough*) printsiip sätestab, et kui ülevõtmispakkumise tulemusena on omandajal suurem kui 75%-ne osalus, siis ettevõtte põhikirjas sätestatud erireeglid juhatuse nimetamisel ei kehti. See printsiip võimaldab omandajal saavutada parem kontroll ettevõtte üle ning vajadusel kõrvaldada senine juhtkond ilma takistuseta.
- Vastastikkuse printsiibi kohaselt üht või mõlemat eelmainitud printsiipi ei pea rakendama, kui omandaja ja omandatava koduriigis pole need sätted ratifitseeritud.
- Vähemusaktsionäride osaluse sundvõõrandamise printsiibi kohaselt kui omandaja saavutab mingi määratud osalustaseme ettevõttes, peavad vähemusaktsionärid loovutama ülevõtmispakkumise hinnaga oma aktsiad omandajale. Küll aga selle osalustaseme määramine, kus vähemusaktsionärid peavad oma osalusest loobuma, on jäetud kohalike organisatsioonide vastutusalasse.

Huvitaval kombel reguleerib see direktiiv ainult EL-siseseid tehinguid, aga mitte olukorda kus omandaja asub väljaspool Euroopa Liitu. See seadusandlik asümmeetria võib viia kummalise olukorrani, kui ettevõttele on tehtud omandamispakkumine nii Euroopa Liidu seest kui ka väljast, mistõttu rakenduvad erinevad seadusandlikud normid tehingu läbiviimisel. Samuti võib see viia regulatiivse arbitraažini, mille järgi luuakse kestetevõtte väljaspool Euroopa Liitu vältimaks liidu seaduste rakendumist. (Campa, Moschieri 2008 :13)

Vaadeldes omandamiste ja ühinemiste trende Euroopa Liidu sees, siis kaudselt ilmnevad ka regulatiivse heterogeensuse tagajärjed selles kontekstis. Aastatel 2001-2007 olid 87% kõikidest tehingutest – kus üks osapool oli börsil noteeritud – riikide sisesed ja vaid 13% piiride ülesed. Sealjuures on oluline märkida, et piiriülesed tehingud on pigem suurettevõtete mänguväli, millele viitab keskmise tehingu mahu kasv USD 2.5 miljardile 2007. aastal võrreldes USD 523 miljoniga 2001. aastal. Teiselt poolt on see vihjav asjaolule, et riigisiseste turgude konsolideerumine on jõudnud lõppjärku ning edasi arenenud Euroopa Liidu ülesele valdkondlikuks konsolideerumiseks. Sellele seletusele lisab kaalu ka asjaolu, et vaadeldaval perioodil moodustasid 67% kogu tehingute mahust omandajad Prantsusmaalt, Ühendkuningriikidest ja Saksamaalt. Samuti tõusid oluliste investoritena esile Benemarki (Belgia-Holland-Luksemburg-Taani) regioon ja Itaalia. Tervikuna saab kõiki neid riike kirjeldada kui kõrge siseturu konkurentsiga riikidena, mistõttu on loogiline, et otsitakse kasvuvõimalusi väljaspool koduriiki. Täiendavalt annab konsolideerumisteesile jõudu asjaolu, et 2001.-2007. aastani olid kõige aktiivsemad elektritootmise, finantsteenuste, tööstuse ja kõrgtehnoloogia sektorid, millede puhul on olulised mastaabiefektid ning tegemist on küllaltki kapitaliintensiivsete ja piiratud tegevusraadiusega sektoritega. Lisaks, kõigist vaadeldavatest riigiülestest tehingutest ligi pool toimusid samas sektoris. Need asjaolud on viitavad sektoraalsele konsolideerumisele Euroopa Liidu sees. (Campa, Moschieri 2009: 11-13)

Kui vaadelda Euroopa Liiduga või eurotsooniga liitumise mõju, siis oleks loogiline järeldada, et selle tagajärjel ühinemiste ja omandamiste aktiivsus kasvab. Coeurdacier *et al.* (2009) kinnitasid, et nii Euroopa Liiduga kui ka eurotsooniga liitumisel on oluline positiivne mõju tehingute aktiivsuse kasvule. Sealjuures tõdeti, et efekt on positiivne nii liidusiseste kui ka liitu suunduvate tehingute suhtes ehk ka liidu välised investorid muutusid aktiivsemaks (Coeurdacier *et al.* 2009: 71-72). Samas see leid, et aktiivsus liidu siseselt kasvab, on mõnevõrra vastuolus di Giovanni (2002) tulemustega, kus tõdeti, et tolliliidud peaksid aktiivsust vähendama. Selle vastuolu tekkimist ei saa põhjendada uurimustes kasutatud ajaperioodidega – Coeurdacier *et al.* (2009) vaatlesid aastaid 1985-2004 ja di Giovanni (2002) aastaid 1990-1990. Samas peab tõdema, et di Giovanni (2002) riikide valim hõlmas pea igat maailmajagu, aga Coeurdacier *et al.* (2009) vaatlesid spetsiifiliselt Euroopa regiooni. Samuti di Giovanni (2002) ei

kontrollinud otseselt, kas kaubavahetusrežiimi sõlmise eel ja järel on tehingute aktiivsuses erinevusi. Võimalik, et see tulemuste erisus tuleneb Euroopa kui regiooni olemusest, mis on kultuuriliselt suhteliselt sarnane ning tihedate kaubandussidemetega, ehk turuinformatsiooni kogumise kulud on madalad ning võimalikud sihtmärkettevõtted hästi teada. Samuti ühiste seadusandlike printsiipide rakendamine vähendab proteksionismi võimalikkust, mistõttu on ühinemine või omandamine Euroopa Liidu sees lihtsustatud ja odavam võrreldes sarnase tehinguga väljaspool liitu.

Kokkuvõtvalt võib öelda, et olulisemaks makroökonomiliseks teguriks, mis mõjutab ühinemisi ja omandamisi on välisfinantseeringu olemasolu ning selle kaasamise lihtsus. Muud makroökonomilised näitajad nagu SKP, RKP ja aktsiaturu väärtustase peegeldavad uuritava nähtuse kontekstis kapitali kaasamise lihtsust. Samuti on kapitali kättesaadavuse printsiip intuiitiivselt kergesti omaks võetav, ehk selleks, et teha oluline investering, peab olema vahend selle teostamiseks. Järjest globaliseeruva ja integreerituma majanduskeskkonna valguses on oluline, kuidas kujunevad rahvusvahelisel tasandil ühinemiste ja omandamiste trendid. Statistika näitab, et piiriülesed tehingud on viimase kahekümne aasta jooksul oma tähtsuses tõusnud. Selle trendi tulemusena on hakatud ühinemisi ja omandamisi vaatlema otsevälisinvesteeringute erivormina ning kirjeldama tehingu suuna seaduspärasusi. On jõutud järeldusele, et suurem osa piiriülestest tehingutest toimuvad arenenud riikide vahel ja väiksemal määral arenenud ja arenevate riikide vahel. Sealjuures on märgitud, et kapitaliturgude arengutase on oluliseks teguriks, mis mõjutab kummal poolel tehingust ollakse, ehk teisisõnu ettevõtted, mille riigi kapitaliturgude arengutase on kõrgem, on tõenäolisemalt omandaja rollis. Samuti on täheldatud, et hinna kujundus eri regioonide vahel pole barjäärideta, mis on viinud ühinemiste ja omandamiste trendide selgitamisel hinnaarbitraaži hüpoteesini. Lihtsustatult saab selle kohta öelda, et kui kahes regioonis on mingil varal erinev hind, siis kõrgema hinnatasemega regioonis olevad ettevõtjad on omandaja poole peal. Selliste erinevuste tekkimist on põhjendatud nii aktsiaturust kui ka valuutavahetuskurssidest tulenevate mõjude toel.

Tulles Euroopa Liidu ja euro mõjude juurde, siis on näidatud, et mõlemal on positiivne mõju ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemisele. Seda positiivset mõju on põhjendatud nii seadusandlike ja majanduslike barjääride alandamisega. Teisalt,

Euroopa kui kontinent on siiski kultuuriliselt ja väärtushinnangute poolest üsna sarnane ning ajalooliselt tihedate sidemetega, mis samuti omavad empiiriliselt tõestatud positiivset mõju (Coeurdacier *et al.* 2009: 85-87). Samas on tõdetud, et piirülesed tehingud on eelkõige suurettevõtete mängumaa, kuna omandamisi ja ühendamisi kontrollivad regulatsioonid varieeruvad riikide üleselt ning kummalisel kombel erinevad seaduste kogumid rakenduvad liidu välistele ja sisestele ettevõtetele, selle heterogeensuse tulemusena võib eeldada olulisi kulusid õigusnõustamisele sellega tekitades barjääri piiriülestele ühinemistele ja omandamistele väiksema suurusega ettevõtetele. Sealjuures on huvitav märkida, et kõige aktiivsemad sektorid Euroopa Liidu üleses ühinemiste ja omandamiste turul on valdkonnad, kus lokaalne kohalolek on oluline ning mille korral eksisteerivad kergesti tajutavad mastaabiefektid.

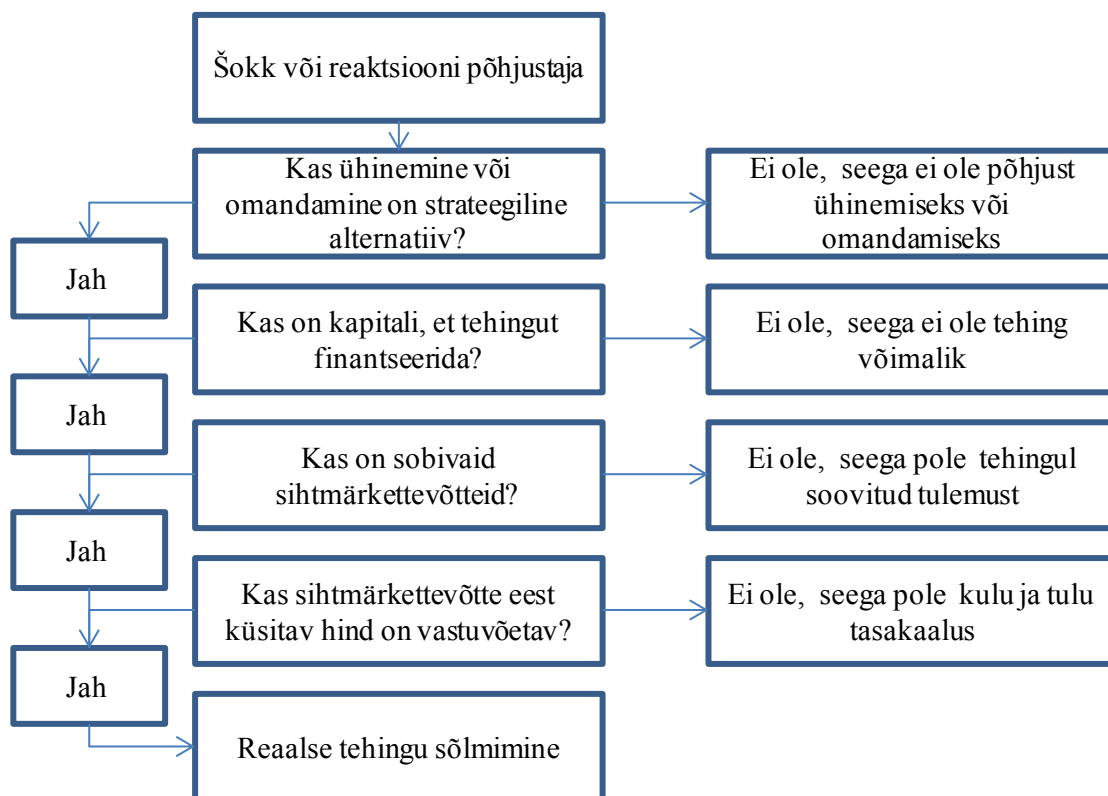
Peatüki lõppsõnana on tarvilik lisada kommentaar teoreetilise osa lähtepunktile ehk Ali-Yrkkö (2002) poolt välja pakutud kontseptsioonile ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemisest. Autor on veendunud, et nähtuse selgitamiseks olevad vajalikud struktuursed elemendid on ühel või teisel moel mudelisse haaratud, kuid mõnevõrra lihtsustatult. Saamaks nähtusest terviklikumat ülevaadet, on autor koostanud primitiivse otsustusprotsessi, kuidas ettevõtte tasandil jõutakse ühinemise või omandamise teostamise otsuseni.

Jooniselt 3 (vt. lk. 33) ilmneb neli tingimust, mis on vajalikud, et üldse ühinemise või omandamise tehinguni jõuda:

- Šoki või reaktsiooni põhjustaja peab olema selline, et tema tagajärjel on üks võimalikest strateegilistest alternatiividest ühinemine või omandamine. Vastasel juhul ei saa täheldada tehingute aktiveerumist. Teises alapeatükis sai võimalikke reaktsiooni põhjustajaid selgitatud ja nendeks olid majanduslikud, tehnoloogilised ja seadusandlikud šokid. Küll aga, et täpselt määratleda millise mastaabiga need šokid peavad olema, et põhjustada tehingute aktiivsuse kasvu, on ebaselge. Samuti on tõenäoline, et mõju suurus, mis ajendab üht või teist ettevõtet ühinemise või omandamise kasuks otsustama erineb ettevõtete vahel arvestataval määral.
- Kapitali olemasolu või võimalus kapitali kaasamiseks peab eksisteerima, et kaaluda ühinemise või omandamise võimalikkust. See tuleneb sellest, et plaanitav tehing on reeglina üsna kapitalimahukas ning seetõttu on vajalik väliskapitali

kaasata. Kusjuures, kaasatav kapital peab olema piisavalt odav õigustamaks võimalikku omandamist. Kolmandas alapeatükis käsitleti põgusalt selle tingimuse olemust, mille kohaselt on omandaja koduriigis kõrgema arengutasemega finantssektor kui omandatava koduriigis. Sealjuures, kui vaadata täpsemalt välisfinantseeringu kättesaadavust *a la* Harford (2005), siis ilmneb et see on olulise kirjeldusjõuga muutuja ning on ka võimalik, et see on olulisim eeltingimus ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kasvuks.

- Sihtmärkettevõtte sobivus on kriitilise tähtsusega, et ühelt poolt hoida integratsiooni kulusid madalana ning teiselt poolt tagada võimalikult hea sünergiline sobivus. Juhul kui sobivat ettevõtet pole müügiks, on võimalikud tulemid ühinemise või omandamise juures allpool ideaalset võimalikku tulemit. See peaks suunama ettevõtet muude alternatiivide juurde.
- Varade hinna kujunemise protsess on siin kontekstis üks huvitavamaid. Samuti on see tingimus tihedalt seotud sobivate sihtmärkettevõtete olemasolu ja valimisega. Autor peab siinkohal silmas seda, kuivõrd vajalikuks peab omandaja oma otsust tehing sooritada ning milliseks hindab ta oma alternatiivkulusid ning võimalikku tulu kaalutavast tehingust. Teisisõnu, milline on omandaja taju võimaliku tehingu tulemustest või kuivõrd ootused erinevad tegelikest tulemustest. Esimeses alapeatükis sai käsitletud võimalikke tegureid, mis kujundavad omandaja taju tehingu tulemuslikkusest ning nende mõju turu aktiivsuse kujunemisele. Sealjuures argumenteeriti, et teatud situatsioonis võib välja kujuneda võimenduv tagasisidetsüklid, mille käigus tajutav vajadus tehingut sooritada suureneb kiiremini kui varade väärtuse kasv. Teisisõnu ettevõtted on valmis sooritama tehinguid ka väga kõrgete väärtustasemetega juures ka siis kui omandaja ja omandatava vahelise sünergia loomise võimalused on madalad.



Joonis 3. Ühinemise või omandamise lihtsustatud otsustusprotsess (autori koostatud).

See mõtteharjutus on kahest aspektist kasulik. Ühest küljest aitab see kogu esimest peatükki kokku võtta. Teisest küljest annab see aimu, millised tingimused on olulised ühinemiste ja omandamiste otsuste tegemisel ja seeläbi viitab asjaoludele, mida peab arvesse võtma kui suurendada üksikettevõtte otsustusprotsessi mõõtkava hõlmamaks kogu ühinemiste ja omandamiste turgu. Need järeldused või karakteristikud, mida mudel peab haarama, saab koondada järgnevas loeteluks:

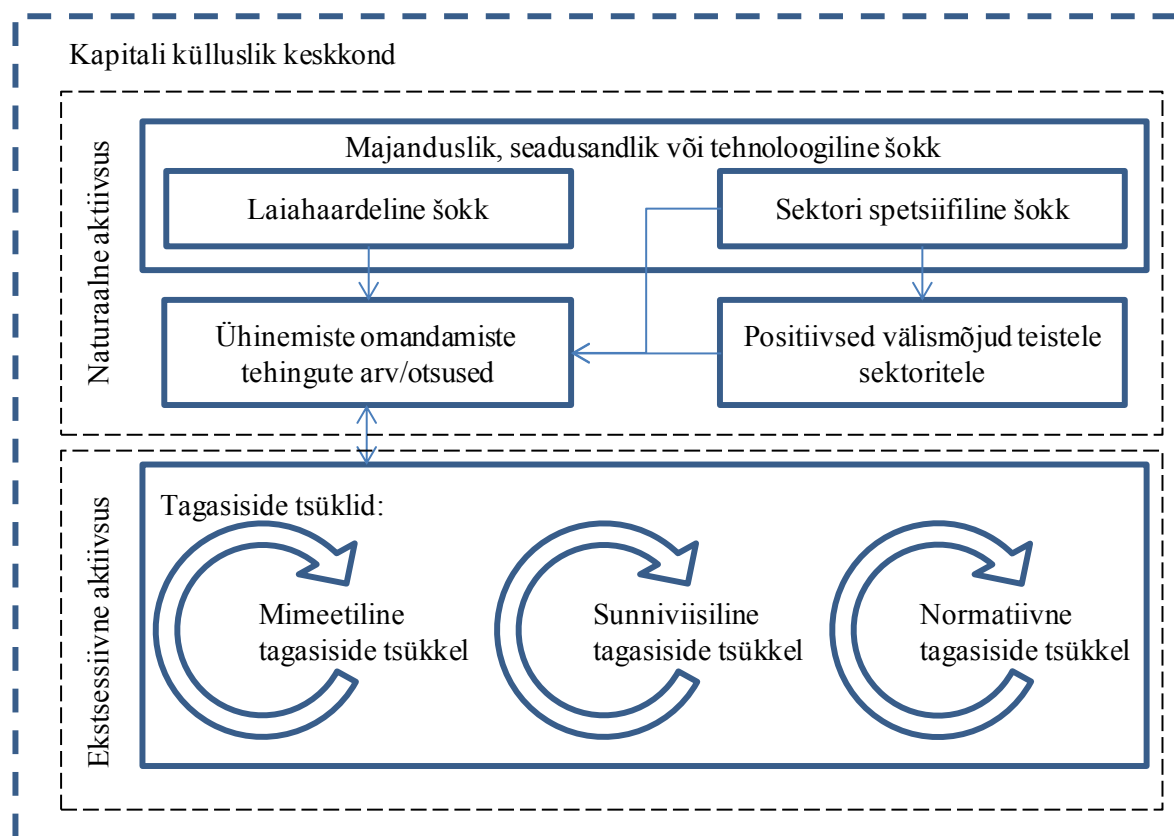
1. Ühinemiste ja omandamiste turu aktiveerumiseks vajalikud eeltingimused on oma kindla hierarhiaga. Autor siinkohal peab olulisemaks kapitali olemasolu printsiipi.
2. Šokk, mis peaks olema ajendiks ühinemiste ja turu aktiveerumiseks, peab tabama sektorit, mille konsolideerumise korral on olulised positiivsed välismõjud (*spillovers*) või peab šokk olema piisavalt laiahaardeline, et mõjutada mitme sektori toimimismustreid. Sealjuures peab see šokk olema piisavalt tugeva mastaabiga, et mõjutaks suhteliselt suurt hulka sektoris või sektorites toimivatest ettevõtetest.

3. Mudeliga peab olema võimalik siduda tagasisidetsükleid, kirjeldamaks eskaleeruvaid tehingute arve ja mahte kui on välja kujunemas laine formatsioon.

Toetudes nendele kolmele karakteristikule ja Ali-Yrkkö (2002) mudelile on autor koostanud ühe võimaliku kontseptsiooni (vt. joonis 4, lk. 35), mis võimaldab seletada ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemist. Selle kontseptsiooni lähtepunktiks on kapitali külluslik keskkond ehk teisisõnu selleks, et turu aktiivsus saaks tõusta, on tarvilik, et tehingute finantseerimine oleks võimalik. Autor usub, et see termin on piisavalt üldine ent täpne, selleks et kirjeldada viljakat pinnast, mille raames tehingute aktiivsus saaks kasvada. Selle termini alla kuuluvad nii võlafinantseeringu kättesaadavus ehk madalad intressimäärad, ettevõtete sularahareservid kui ka aktsia väärtustasemed juhul kui tehing finantseeritakse aktsiavahetusega. Kui selles keskkonnas toimub mingit tüüpi šokk, – majanduslik, tehnoloogiline või regulatiivne – mis suunab ettevõtteid kaaluma ühinemist või omandamist, siis on tõenäoline mingi arvu tehingute realiseerumine. Sealjuures šoki iseloom võib olla laiahaardeline või sektorispetsiifiline koos või ilma positiivsete välismõjudega. Üsna kindlalt võib väita, et see šokk ja selle järelmõjud toovad esile mõned või paljud ühinemised ja omandamised. Seda ratsionaalsetest põhjustest tiivustatud sektori või sektorite reorganiseerumist antud mudeli raames nimetatakse naturaalseks aktiivsuseks. Teisisõnu tehingud, mille peamiseks motiiviks on reaktsioon muutunud sektorisisestele mängureeglitele parandamaks oma konkurentsipositsiooni.

Küll aga sooritatud tehingute arv ja tüüp hakkavad mõjutama turu aktiivsuse edasist arengut. Seega hakkavad turu kujunemisele mõju avaldama erinevad tagasisidetsüklid, milledest käesolevas töö kirjeldati mimeetilist, sundivat ja normatiivset tagasisidetsüklit. Siinjuures on oluline märkida, et nende tagasisidetsüklite koosmõju ja tugevuste ulatus sõltub igast konkreetsest juhust ning šokijärgsest perioodist. Teoreetiliselt on võimalik, et need tagasisidetsüklid on üksteist võimendavad või üksteist taandavad, sõltuvalt sellest suhestumisest on neil mõju üldise turuaktiivsuse kujunemisele. Kusjuures, selle mõju kujunemine on proportsionaalne esialgsest šokist tulenevate tehingute arvust. Järelikult, mida rohkem ja suuremamahulisi tehinguid esialgne šokk põhjustab, seda tugevamat mõju turu edasisele kujunemisele avaldavad tagasisidetsüklid. Samuti on selle mõju kujunemine kahepoolne tagasisidetsüklite

seisukohast ehk turukäitumine kogu perioodi jooksul avaldab mõju tagasisidetsüklite poolt saadetavatele signaalidele. Sealjuures tagasisidetsüklitest põhjustatud tehinguid nimetatakse selle kontseptsiooni raames ekstsessiivseks aktiivsuseks, sest tegemist on tehingutega, mis pole otseselt seotud šokiga, vaid reaktsiooniga selle järelmõjul tekkinud tehingutele. Teisisõnu ennast ise võimendav turu aktiivsus. Kuigi seda kontseptsiooni on empiiriliselt küllaltki keeruline tõestada – ühest küljest andmestiku kättesaadavus ning teisest küljest protsesse kirjeldavate suuruste konstrueerimine – tundub antud kontseptsioon autorile loogiline, sest selle kaudu on võimalik eraldada ratsionaalselt põhjustatavad tehingud ning puhtalt inertsil põhinev turu aktiivsuse tõus. Autor usub, et see mudel moodustab väärtusliku abimehe tõlgendamaks Baltikumi andmeid.



Joonis 4. Ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemist kirjeldav mudel (autori koostatud).

Järgnevas peatükis käsitletakse detailsemalt arenguid ning trende Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turul. Kusjuures ajaperioode, mil tehingute aktiivsus on oluliselt

kasvanud, käsitletakse *ad hoc* baasil. Teisisõnu vaadeldakse igat ebaharilikult kõrge turuaktiivsusega perioode eraldiseisvalt ning põhinedes esimeses peatükis toodud seaduspäradele antakse nende kujunemisele selgitus.

2. BALTIKUMI ÜHINEMISTE JA OMANDAMISTE TURU ARENGUMÕJURID AASTATEL 2000-2012 – EMPIIRILINE ANALÜÜS

2.1. Andmed ja metoodika

Käesoleva töö teine peatükk on jaotatud kolmeks alapeatükiks. Esimeses alapeatükis keskendutakse andmete ja metoodika selgitamisele ning sellele järgneb kahe alapeatüki vältel konkreetsem analüüs Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turust ajavahemikus 2000-2012, mis toetub esimeses peatükis toodud seaduspäradele. Sellise struktuuri kasutamist soosib analüüsi ladususe tagamine: esmalt antakse ülevaade võimalikest veaohlikest kohtadest andmete tõlgendamisel ning samuti kirjeldatakse, kuidas on jõutud kasutatud selgitavate statistiliste näitajateni.

Käesoleva töö muutis võimalikuks ligipääs Baltikumi ühinemiste ja omandamiste tehingute andmetele. Tehingukirjed pärinevad Thomson Reutersi finantsinfoterminalist. Vaatamata sellele, et seda andmebaasi on kasutatud arvukates teadustöodes – sh antud bakalaureusetöös refereeritud artiklites: Coeurdacier *et al.* (2009); Harford (2005); Campa, Moschieri (2008, 2009), – peab arvesse võtma teatud asjaolusid. Eelpool nimetatud teadustöodes kasutati eelkõige tehingute andmeid, kus üheks osapoolaks oli börsil noteeritud ettevõtte, mistõttu võib eeldada, et tehingukirjete andmed on täpsemad ja usaldusväärsemad. Käesoleva töö kontekstis on oluline märkida, et enamik ettevõtteid, mis on tehingukirjetega seotud, on noteerimata, mistõttu alginfo on katkendlikum ning teiselt poolt tekib küsimus tehingukirjete täielikkusest. Teisisõnu puudub kindlus, et olemasolevad tehingukirjed moodustavad üldkogumi, ent autor usub, et kättesaadav valim on esinduslik turu trendide esiletoomise seisukohast.

Järgnevates alapeatükkides on vaadeldud tehinguid lähtuvalt ühinemise või omandamise tüübist. Siinkohal on tarvilik märkida, et töö osad, mille analüüsi aluseks on SIC-koodid

(*Standard Industrial Classification*) ehk tegevusvaldkonna koodid, on määratletud Thomson Reuters'i töötajate poolt. Sellega seoses kerkib küsimus inimfaktori mõjust andmete adekvaatsusele. Toetudes autori isiklikele kasutamiskogemustele, siis võib oletada, et selle klassifikatsioonis esineb ebatäpsusi, mistõttu tuleb neid osasid käesolevast tööst, mille aluseks on SIC-koodide põhine analüüs, võtta teatava reservatsiooniga.

Samuti vaadeldavate tehingute iseloomu tõttu puudub alus dilemma tekkeks, kas turu aktiivsust kirjeldab paremini tehingumahud valuutaühikutes või tehingute arv. Seoses sellega, et enamus läbiviidud tehinguid toimus noteerimata ettevõtete vahel, puudub ülevaade tehingumaksumustest ja väärtuskordajatest. Sellest tulenevalt on turuaktiivsuse kirjeldamisel kasutatud tehingute arvu. Samas peab tõdema, et valdavas osas teadusartiklites käsitletakse ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kirjeldamisel turumahtu, mistõttu eelmises peatükis toodud seaduspärasused ei pruugi kehtida ennustatud ulatuses käesolevas töös.

Baltikumi seisukohalt oli andmebaasis kokku 1458 tehingukirjet, millest sorteerimise järel kvalifitseerus edasiseks analüüsiks 854 tehingut. Valituks osutusid need tehingud, mille korral oli täidetud kolm tingimust:

1. Tehing pidi olema jõustunud.
2. Tehingueelselt oli omandajal vähem kui 50% aktsiapaketist.
3. Tehingujärgselt oli omandajal rohkem kui 50% aktsiapaketist.

Autor usub, et nende tingimuste rakendamine on oluline. Ühest küljest, nii välistatakse börsiettevõtetega seotud tehingud, mille raames omandati vähemusosalus. Näiteks, 2012. aasta Citi Venture Capital International'i investeering, mille raames omandati 15% Tallinki aktsiatest, arvati analüüsitavate tehingute valimist välja. Teiselt poolt nende parameetrite rakendamine välistab olukorra, kus valimisse satuvad tehingud, mille puhul tehingu eelselt oli omandajal juba kontrolliv aktsiapakett. Näiteks 2010. aasta tehing, mille raames TeliaSonera omandas Eesti Telekomit aktsiatest 40% ja tehingujärgselt omas 100%, arvati valimist välja. Teisisõnu, valimisse jäid tehingud, mille raames toimus aktsiate kontrollpaketi liikumine ühelt huvigrupilt teisele.

Seoses sellega, et töös vaadeldava perioodi jooksul ja valimis esindatud 45 erinevat omandajariiki, – sh Eesti, Läti ja Leedu – siis on mingi grupeerimine tarvilik. Tabelis 1 on toodud autori poolne jaotus gruppidesse, va Baltikumi riigid, mida käsitletakse eraldiseisvatena, kui pole märgitud konkreetse osa juures teisiti. Kuigi see jaotus on mõnevõrra omavoliline, siis lõppanalüüsi kontekstis on see ennast õigustav. Lisaks, seda jaotust kasutatakse üldjuhul kogu töö vältel juhul kui pole märgitud teisiti.

Tabel 1. Riikide grupeerimine vastavalt grupi ja riigi nimetusele

Regiooni grupp	Riikide nimed
Põhjamaad	Norra, Rootsi, Soome, Taani
Lääne-Euroopa	Austria, Saksamaa, Prantsusmaa, Ühendkuningriik, Belgia, Hispaania, Iirimaa, Itaalia, Kreeka
Kesk- ja Ida-Euroopa	Poola, Tšehhi, Bulgaaria
SRÜ riigid	Venemaa, Ukraina, Aserbaidžaan
Ameerika	Ameerika Ühendriigid, Kanada, Puerto Rico
Maksuparadiisid ja teadmata	Šveits, Guernsey, Holland, Küpros, Luksemburg, Malta, Seišellid, Briti Neitsisaared, Bermuda, Man'i saar
Muu	Island, Lõuna-Aafrika, Singapur, Iisrael, India, Libeeria, Lõuna-Korea, Jaapan, Riikideülesed organisatsioonid

Allikas: (autori koostatud Thomson Reuters'i andmete põhjal)

Töös on kasutatud kapitali kättesaadavust kirjeldavat muutujat, mille konstrueerimise aluseks on Harfordi (2005) artikkel. Antud töö kontekstis on see näitaja arvutatud Baltikumi jaepankade laenude intressimäärade ja eurosooni pankade vahelise üleöölaenu intressimäära vahena. Baltikumi jaepankade intressimäärade statistika koguti riiklike statistikaametite või keskpankade andmebaasidest. Sealjuures on oluline märkida, et tegemist on intressimääradega, mis on määratud uutele laenudele ning on kaalutud keskmine, mille kaalude aluseks oli lühiajaliste ja pikaajaliste laenude osakaal. Kahjuks ei olnud võimalik eraldada majapidamistele ja mitte-finantsettevõttele väljastatud laene seoses statistika agregeeritusega erinevate keskpankade ning statistikaametite lõikes. Eurosüsteemi pankadevahelise üleööturu keskmise aastaintressimäärana kasutatakse EONIA-t (*Euro OverNight Index Average*), mida Euroopa Keskpank avalikustab igapäevaselt. Konstrueeritud näitaja eesmärgiks on saada hinnang kuivõrd odav või kallis on kapital uuritava turul ning teiselt poolt kõrvaldada keskpanga intressimäärade muutmise mõju. Seega, kui antud näitaja on

madala väärtusega, siis on turul kapital võrdlemisi odav ning seetõttu peaks ühinemisi ja omandamisi toimuma rohkem, seega oleks õigustatud eeldada vastassuunalist korrelatsiooni tehingute arvuga. Samas peab arvestama, et Harford (2005) kasutas oma analüüsis turu aktiivsuse näidikuna turumahtu ehk kumulatiivseid tehinguhindasid. Seetõttu võis Harfrod (2005) töös seaduspärasus näitaja ja turuaktiivsuse vahel tugevamini väljenduda. Seevastu käesolevas töös on kasutusel turuaktiivsuse näitajana tehingute arv, mis ei võta arvesse erinevusi tehinguhindades, mistõttu võib eeldada, et antud näitaja ei oma niivõrd tugevat seletavat võimet.

Teine muutuja, mille sisu väärib lisakommentaare, on turukapitalisatsiooni suhe SKP-sse. Kasutatud näitajas on turukapitalisatsioon fikseeritud iga perioodi lõpuseisuga, kusjuures see on Islandi, Norra, Taani, Soome, Rootsi ja Baltikumi aktsiaturgude väärtuste summa. Sarnaselt on regiooni kogu SKP arvatud liites riikide SKP-d. Siinjuures on oluline täheldada, et Rootsi SKP on ainult silutud hooajaliste muutuste vastu ning pole tööpäevadega kohandatud, selliselt erinedes teistest regiooni kuuluvate riikide SKP näitajatest. See erinevus tulenes sellest, et Rootsi statistikaameti ei avalda kvartalipõhist SKP näitajat, mis on kohandatud nii sesoonsete kui tööpäevadest tulenevate kõikumistega. Lisaks, iga perioodi SKP näitaja on nelja eelneva kvartali summa ehk teisisõnu tagatakse, et igal võrdlusperioodil vastab SKP aastapikkusele perioodile. Käesolevas töös vaadeldakse, kas see näitaja võib olla indikatiivne piiriüleste tehingute arvule. Vaatamata sellele, et näitaja hõlmab mitut riiki, võib oletada, et Baltikum ja Island avaldavad väikest mõju taseme kujunemisel, seega peegeldatakse eelkõige Põhjamaade turukapitalisatsiooni ja SKP suhet. Teoreetiliselt peaks kõrgem näitaja tase olema vihjav suuremale piiriüleste tehingute osakaalule Baltikumis ning seda eelkõige Põhjamaade kontekstis.

Üks iseärasus, mis antud töö kontekstis vajab selgitust, on ajaline jaotus. Üldjuhul on väikseimaks ajaühikuks valitud poolaasta erinevalt traditsioonilisest kvartalist või täis-aastast. See asjaolu tuleneb eelkõige vajadusest kuidagi jaotada aegrida ning teiselt poolt tagada sobiv agregeerituse tase, mis võimaldaks trendide väljajoonistumist. Autor usub, et aastase jaotuse puhul oleks agregeerituse tase liialt kõrge, mistõttu trendide esilekerkimine oleks raskesti vaadeldav. Teiselt poolt kvartalipõhine lähenemine oleks töö kirjutaja arvamuse kohaselt liialt killustanud tehingu andmeid, mistõttu oleks olnud

keerukam esile tuua pikemaajalisi trende. Võttes arvesse neid kaalutlusi, tundus autorile sobivamana valida poolaasta põhine jaotus.

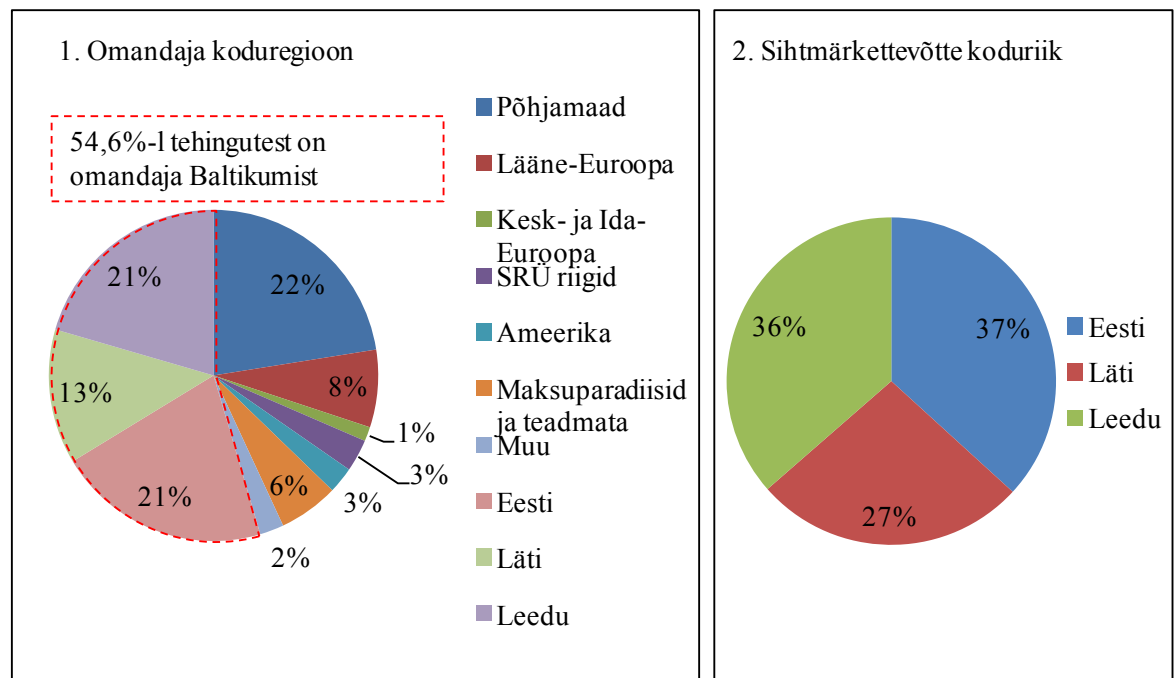
Autor usub, et see alapeatükk andis küllaltki hea ülevaate kasutatud andmetest ja võimalikest veaohlikest kohtadest, mida peab arvesse võtma kui hinnata töös esitatud järeldusi. Samas on töö kirjutaja veendunud, et need probleemkohad ei avalda negatiivset mõju tulemuste usaldusväärsusele. Seda seetõttu, et töös vaadeldakse üldisi tendentse ning proovitakse leida seaduspärasusi eelkõige kvalitatiivsel tasandil. Teisisõnu, kuna kvantitatiivset regressioonimudelit ei koostata, siis kasutatavate andmete täpsusaste võib olla vabam.

2.2. Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turu karakteristikud ja trendid

Käesolevas alapeatükis antakse ülevaade peamistest karakteristikustest ja trendidest, mis iseloomustavad Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turgu. Esmalt vaadeldakse, milline on omandajate kompositsioon aegrea lõikes ning seejärel tuuakse esile erinevused Baltikumi üksikute turgude vahel. Alapeatüki lõpetab ülevaade tehingutest lähtuvalt tekkinud strateegilisest kooslusest ehk kas omandamine või ühinemine on olnud horisontaalne, vertikaalne, hajutav väärtusahelas või omandajaks on olnud finantsinvestor.

Joonise 5 kahel paneelil on toodud jaotused omandaja koduregiooni ja omandatava koduriigi lõikes perioodil 2000-2012. Kuigi see statistika on tugevalt agregeeritud, on see sobilik lähtepunkt edasiseks analüüsiks. Esmalt annab see ülevaate, milline on omandajate struktuur vaadeldaval perioodil. Tuleb tõdeda, et enamus, 54.6%, kõikidest tehingutest on lokaalse iseloomuga ehk teisisõnu omandajaks on Baltikumi päritoluga ettevõtte. Samas olulist tonaalsust turu aktiivsusele annavad eelkõige põhjamaade regiooni riigid – Soome, Rootsi, Taani, Norra. Sealjuures on Soome ja Rootsi ettevõtted kõige aktiivsemad investorid Baltikumis, olles omandaja rollis vastavalt 12%-l ja 6%-l juhtudest, samas kui Taani või Norra päritolu ettevõtete puhul on see näitaja summaarselt 5%. 23% tehingutest, mille omandajad ei kuulu eelpool mainitud riikide

sekka, moodustavad küllaltki killustunud grupi isegi autori poolt välja pakutud jaotuse taustal.



Joonis 5. Tehingute jaotus vastavalt omandaja koduregioonile (1) ja sihtmärkettevõtte koduriigile (2) aastatel 2000-2012 (autori koostatud Thomson Reuters'i andmete põhjal).

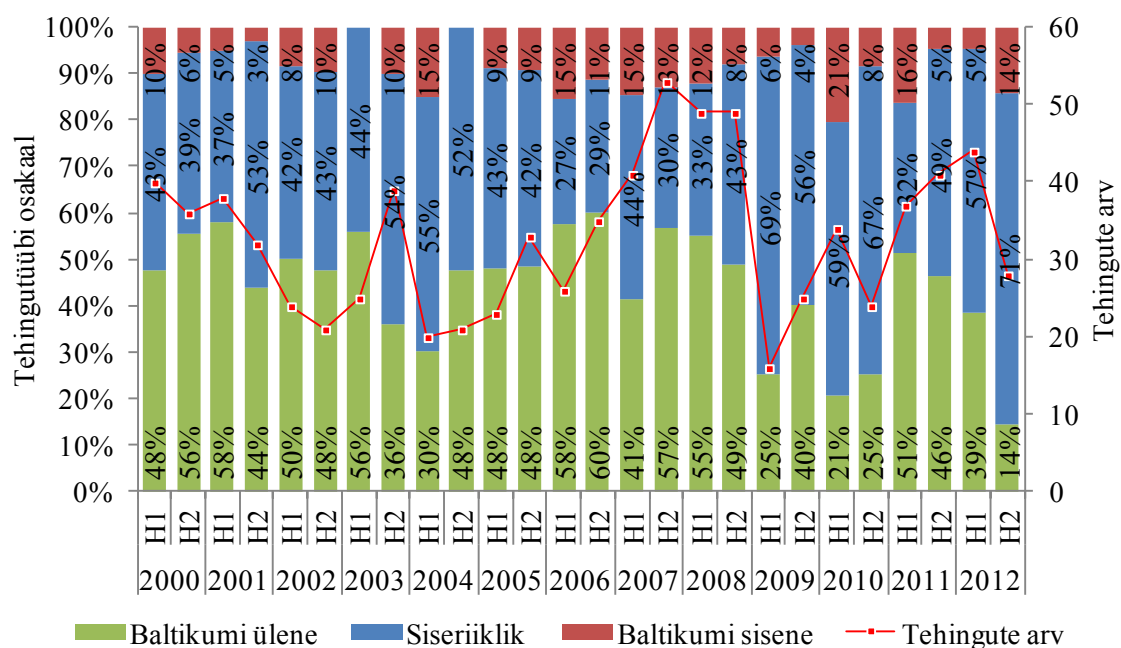
Teine aspekt, miks joonis 5 väärib oma kohta käesoleva töö sisulises osas, peitub teises paneelis, kus on esitatud tehingute jaotus lähtuvalt omandatava ettevõtte koduriigist. Sellest nähtub asjaolu, et tehingud on suhteliselt võrdselt jaotunud kolme Baltikumi riigi vahel, mis on mõnevõrra üllatuslik. Seda seetõttu, kui arvesse võtta kuidas jaotub Baltikumi summaarne SKP kolme riigi vahel. Eesti on neist kõige väiksem, moodustades 25%, Läti ja Leedu vastavalt 27% ja 48% 2012. aastal. Siinjuures tekib aga küsimus, miks on Eesti suhteliselt aktiivsem ühinemiste ja omandamiste seisukohalt võrreldes teiste Balti riikidega. See asjaolu loob aluse, et vaadelda põgusalt Baltikumi ühinemiste ja omandamiste statistikat riikide lõikes eraldi ning leida vihjavaid asjaolusid, miks on sellised erinevused välja kujunenud.

Täiendavalt toetab vajadust vaadelda Baltikumi turgu eraldiseisvalt joonis 6, kus on toodud tehingute dünaamika vaadeldaval perioodil ning tehingutüüpide osakaalud

vastavalt tehingu osapoolte koduriigile. Siinjuures on tarvilik märkida, et tehingud on jagatud kolme tüüpi:

- siseriiklik – mõlemad tehingu osapooled pärinevad ühest riigist,
- Baltikumi sisene – tehingu osapooled on erinevatest Baltikumi riikidest,
- Baltikumi ülene – omandaja on asub väljaspool Baltikumi.

Jooniselt selgub kaks huvitavat asjaolu. Esiteks, Baltikumi siseste tehingute väike osakaal, mis on keskmiselt vaadeldava perioodi jooksul olnud 9% lähedal ning 5% keskmise hajuvusega. Autor usub, et selle madala näitaja taga on kolm võimalikku seletust. Ühest küljest on kolm Balti riiki küllaltki erinevates keelelistes ruumides, mistõttu sidemete loomine ettevõtete vahel pole niivõrd kerge kui näiteks Eesti-Soome teljel. Ühise või sarnase keele mõjusid vaatlesid nii Coeurdacier *et al.* (2009: 13) kui ka Head, Ries (2007: 19), kes leidsid, et sellel on positiivne mõju piiride ülestele tehingutele. Seega võib oletada, et keeleline erinevus on neutraalse või negatiivse mõjuga tehingute esinemistele. Seda peamiselt tänu regulatiivsele kui ka statistilise informatsiooni kättesaadavuse takistatusele, tekitades nii loomuliku sisenemisbarjääri sihtturul. Teine võimalik seletus tuleneb di Giovanni (2002) tööst, mille kohaselt ühises tolliliidus asuvatel riikidel on otstarbekam uuele turule sisenemisel kasutada kaupade või teenuste ekspordi füüsilise kohaoleku loomise asemel. Seda hüpoteesi toetab asjaolu, et Baltikum on geograafiliselt küllaltki väike, mistõttu võib oletada, et töötleva tööstuse tarneraadius on piisav, et katta kõik kolm regiooniriiki. Teisalt peab arvestama, et Baltikumi riigid on küllaltki väikese siseturuga, mistõttu ei pruugi olla otstarbekas luua lokaalset tootmisüksust. Kolmandaks võimaluseks on Erel *et al.* (2011) välja pakutud hinnaarbitraaži võimaluse puudumine. Baltikumi kolmik on astunud majanduslikus mõistes viimasel dekaadil küllaltki ühte sammu. Kõik kolm riiki elasid läbi küllaltki jõudsa majanduskasvu kuni kahe tuhandendate keskpaigani, mis päädis majanduskriisiga. Seetõttu võib oletada, et majanduskasvu perioodil pakkus kohalik turg piisavas hulgas kasvuvõimalusi ning laienemine välisturgudele ei tundunud niivõrd atraktiivne. Seevastu kriisi saabumine tabas kõiki kolme riiki küllaltki tugevalt, mistõttu puudus alus tugevate varahindade erinevuste tekkeks. Autor usub, et joonisel 6 esitatud tehingute osakaalude selgitamisel on kõik eeltoodud hüpoteesid olulised ent nende mõjuulatus nähtuse kujundamisel erineb.



Joonis 6. Baltikumi ühinemiste ja omandamiste tehingute dünaamika ja jaotus vastavalt tehingutüübile (Thomson Reuters; autori arvutused).

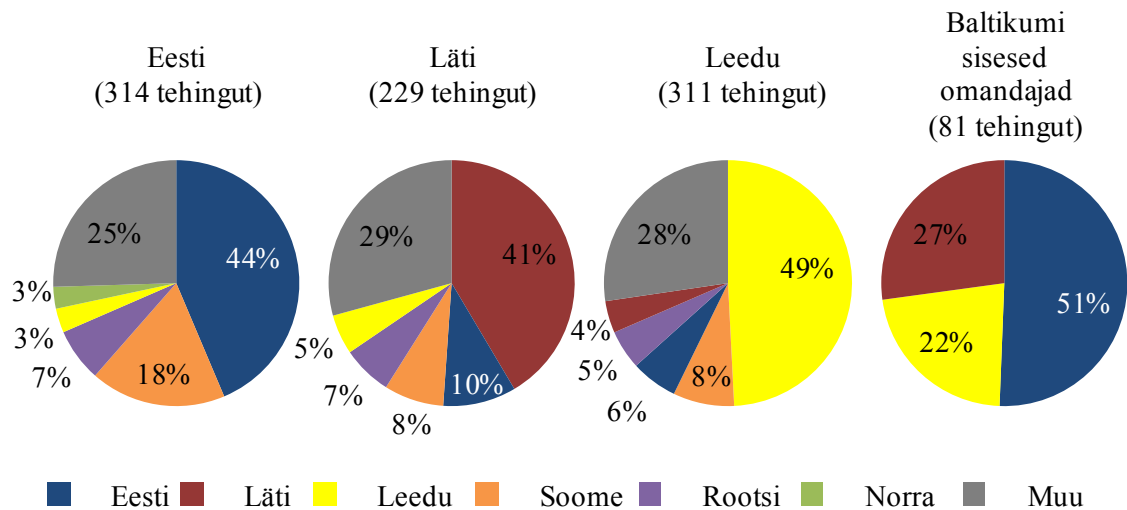
Teine huvitav asjaolu, mis selgub jooniselt 6, on Baltikumi üleste tehingute osakaalu langustendents alates 2007. aastast. Autor usub, et tegemist on laiem ja ulatuslikuma trendiga, kus suurettevõtted tõhustavad oma äritegevust ning teiselt poolt läbi varade müümise vähendavad võlakoormustasemeid. Näiteks hiljutine Veolia lahkumine Baltikumi turult kaugkütte- ja prügikäitlemisüksuste müügiga kuulus ettevõtte strateegilisse plaani, mille raames restruktureeritakse ettevõtte varade portfell, vähendatakse netovõlataset ning kärbitakse kulumahtusid (Veolia Divests... 2012). Lisaks, Scandic Hotelsi hiljutine väljumine Eesti turult on indikatiivne antud trendidele (Koovit : 2013). Samuti kui vaadelda laiemat pilti, mis toimub lähiregioonis, siis tundub, et äriportfellide restruktureerimine väljudes mitte-tuumik turgudel on küllaltki laialt levinud trend. Soome terasehiid Outokumpu müüs 2012. aasta juulis osa oma laoteenuste üksustest eesmärgiga optimeerida kulustruktuuri (Outokumpu Oyj: Correction... 2012). Tele2 väljus 2013. aasta märtsis Venemaa turult, et keskenduda eelkõige oma tuumikturule Põhjamaades (Davies, Johnson 2013). Samuti peab arvestama, et riskikapitali ettevõtted, mis investeerisid Baltikumi majanduskasvu perioodi tipphetkel, 2006-2008, hakkavad planeerima väljumisi oma positsioonidest, kuna tavaliselt riskikapitali ettevõtete investeerimishorisont on 6-7 aastat. Selle

hüpoteesi võimalikkusele viitab Bancroft Groupi hiljutine väljumine Starmanist (East Capital Explorer AB... 2013). Kokkuvõtlikult võib öelda, et nende trendide taustal avaneb kohalikul kapitalil võimalus investeerida vabanevatesse varadesse. Teisisõnu on võimalik, et toimub varade rotatsioon väliskapitali omandist kohaliku kapitali omandisse ja selle tulemusena on Baltikumi üleste tehingute arv mõnda aega madalseisus.

Joonisel 7 on välja toodud viis suurimat riiki, mis panustavad lokaalsete ühinemiste ja omandamiste turgude kujunemisele ning Baltikumi siseste⁴ tehingute jaotus lähtuvalt omandajariigist. Huvitav on siinkohal märkida, et Soomel on oluline mõju Baltikumi turule kõikide regioonide lõikes, kuigi Soome investorid on aktiivsemad Eesti turul, olles omandaja poolel 18%-l Eesti tehingutes. Lisaks, ka Rootsil on oluline roll mängida Baltikumi turu kujundajana. Samas peab tõdema, et see tulemus pole kuigi üllatav, kui vaadelda kogu Põhjamaade regiooni tervikuna, siis ühinemiste ja omandamiste turumaht oli 2012. aastal USD 82 miljardit (Global Financial... 2013: 31). Lisaks, Euroopa Liidus olid 1990. aastatel aktiivsem ühinemiste ja omandamiste läbiviija Soome ja Rootsi positsioneeris neljandale kohale (Ali-Yrkkö 2002: 19). Autor usub, et pole põhjust arvata, et need positsioonid oleksid oluliselt muutunud 2000. aastatel. Loomulikult olid need tulemused saadud kaaludes tehingumahtusid SKP osakaaludega, mille tulemusena saadi suhtelised järjestused. Seega kui aluseks oleks olnud absoluutnumbrid, siis tulemused oleksid teistsugused. Küll aga, kui riigis on välja kujunenud tugev ühinemiste ja omandamiste kultuur, siis autori veendumuse kohaselt on tõenäoline, et ollakse vastuvõtlikumad kaalumaks strateegilise alternatiivina omandamist. Teisisõnu, Põhjamaade ettevõtted on teadlikumad ühinemiste ja omandamiste nüanssidest, mistõttu on tehingu läbi viimise ning võimalike ebaregulaarsuste tuvastamise oskus kõrgemal tasemel. Teiselt poolt on võimalik Rootsi ja Soome ettevõtete suhteliselt kõrget ja püsivat aktiivsust seletada toetudes gravitatsioonimudelile ning arengutasemete erinevusele. Esimese kohaselt on tõenäolisem, et piirülesed tehingud toimuvad riikide vahel, mis on geograafiliselt lähedastikku. Teiselt poolt on Põhjamaad suhteliselt kõrge arengutasemega võrreldes

⁴ Tehingud, mille korral osapooled pärinevad erinevatest Baltikumi riikidest

Baltikumi riikidega, mistõttu on võimalik läbi Baltikumis asuvate äriüksuste omandamise saavutatakse kulusäästusid.

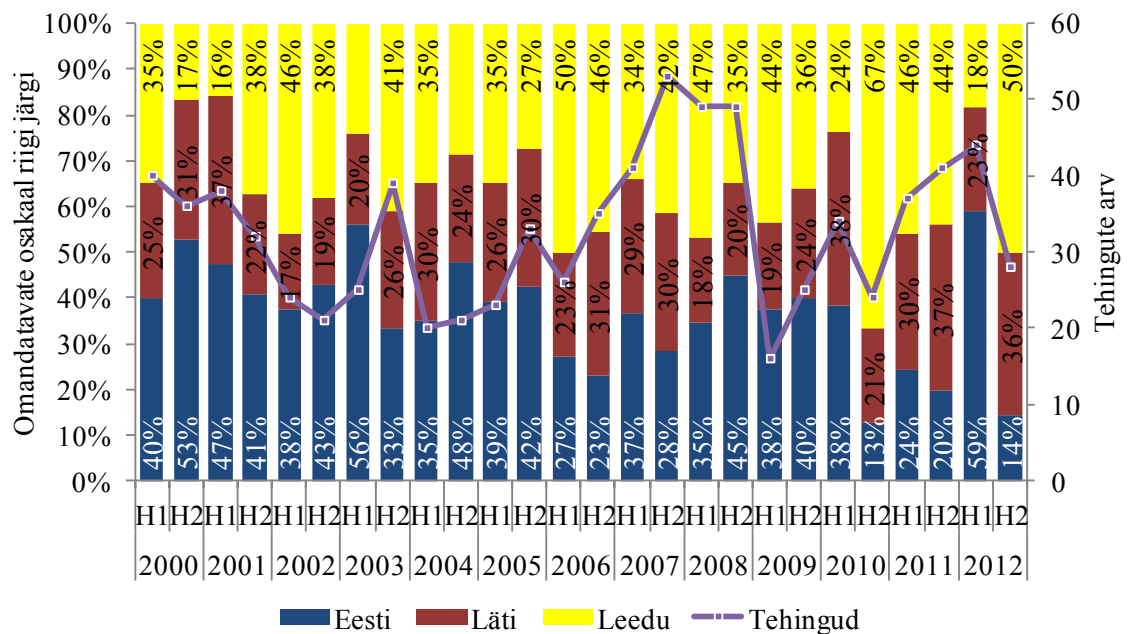


Joonis 7. Ühinemiste ja omandamiste jaotus omandaja riigi järgi Eestis, Lätis, Leedus ja Baltikumi siseste tehingute jaotus omandaja järgi aastatel 2000-2012 (autori koostatud Thomson Reuters'i andmete põhjal).

Samas peab tõdema, et Eesti ettevõtted on olnud küllaltki aktiivsed Baltikumi siseste tehingute seisukohalt, teostades 51% kõikidest Baltikumi sisestest tehingutest. Sellest tingituna saab sisuliselt välistada hüpoteesi, et Baltikumi siseste tehingute madal osakaal tuleneb keelistest ja kultuurilistest erinevustest. Seda seetõttu, et Eesti on oma keeleruumi seisukohast erinäolisem võrreldes Läti või Leeduga. Tulles tagasi Eesti ettevõtete ebaproportsionaalselt suurele osakaalule Baltikumi siseste tehingute hulgas, siis on üheks võimalikuks seletuseks, et see tuleneb kogemuste ülekandumisest Põhjamaade ettevõtetest. Teisisõnu, sellega et Põhjamaade ettevõtted on omandanud varasid Eestis, on nad müüja poolt koolitanud tehingu nüansside osas. Teisalt on võimalik, et Põhjamaade investorid kasutavad oma Eestis olevaid tütarettevõtteid selleks, et omandada äriüksusi Lätis või Leedus. Selle tulemusena oleks Eesti osakaal Baltikumi siseste tehingute seas ülehinnatud ja samal ajal Põhjamaade osakaalud Lätis, Leedus alahinnatud.

Samas kui vaadata tehingute dünaamikat omandatava asukohtriigi järgi jooniselt 8, siis Eesti ühinemiste ja omandamiste turg on alates 2009. aastast langustrendis. Samas on

märgatav, et 2012. aasta esimesel poolel oli Eesti turul äkktõus, mis panustas oluliselt kriisijärgse perioodi tipu saavutamisele. Võrreldes 2011. aasta esimese poolega oli Eestis tehinguid 2,9 korda rohkem ehk 26. Sealjuures poolte tehingute juures oli omandaja Eestist ja pooltel juhtudel välismaalt. Lisaks, nii äkktõusule eelnes kui ka järgnes oluline turu madalseis.



Joonis 8. Omandatavate ettevõtete osakaalud vastavalt koduriigile ja tehingute dünaamika (autori koostatud Thomson Reuters'i andmebaasi põhjal).

Coeurdacier *et al.* (2009) tõid välja asjaolu, et nii Euroopa Liiduga kui ka eurotsooniga liitumine peaks turgutama ühinemiste ja omandamiste turgu. Kuna see äkktõus on ajastatud niivõrd lähestikku euro kasutuselevõttuga Eestis, siis see sündmus väärib lisakommentaari. Vaadates ajalukku, siis Eesti puhul olid rahatsooniga liitumise eel aktuaalsed devalveerimise spekulatsioonid, millele aitas kaasa ka rahvusvaheline meedia. Ühe võib-olla kõige prominentsema isiksusena avaldas Paul Krugman arvamust, et kohaliku valuuta devalveerimine oleks mõistlikum valik Baltikumi jaoks kui sisemine devalveerimine ning võrdles Lätit Argentiinaga (Krugman : 2008). Hoolimata sellest, et valitsus häälestas end tugevalt devalveerimise vastu, siis spekulatsioonid püsisid. Teadmatusetele ja spekulatsioonidele andsid alust samuti ka kohalikud poliitikud, teiste hulgas Edgar Savisaar oma ennustusega, et krooni

devalveeritakse vahetult pärast valimisi (Savisaar : 2009). Lisaks oli ka üldises majanduskliimas olulisel hulgal määramatust, sest Baltikumi riikide SKP-d langesid 14%-18% 2009. aastal. Usutavasti see meediafoon Eesti kohta kui ka majanduslik ebakindlus Baltikumis tervikuna mõjutas investeeringute ajastatust.

Ühest küljest võib eeldada, et välisinvestorid võtsid äraootava hoiaku või valmistusid võimalikuks devalveerimiseks. Autor usub, et juhul kui Eesti oleks krooni devalveerinud, siis välisinvestorid oleksid tundunud rohkem huvi kohalike tootmisettevõtete omandamise vastu, et kasu lõigata personalikulude erinevusest. Õnneks või kahjuks seda poliitilist sammu ei tehtud. Samas need välisomandis olevad ettevõtted, mis olid orienteeritud eksportturgudele, oleksid samuti olnud positiivselt mõjutatud valuutaväärtuse vähendamisest, seega puudus neil motiiv turult väljuda. Küll aga mis puutub ettevõttesse, millel oli fookus lokaalsel turul, siis autor usub, et nende järgi lihtsalt puudus nõudlus ehk teisisõnu senistel omanikel puudus võimalus oma investeering soodsatel tingimustel realiseerida. Autor usub, et nende asjaolude tõttu oli Eesti ühinemiste ja omandamiste turg madalseisus kuni 2012. aasta esimese pooleni.

Mis puutub aga eelpool mainitud tehingute aktiivsuse äkktõusu, siis siinkohal on tarvilik välja tuua paar iseärasust. Esiteks, nendest 26-st tehingust 17 toimus 2012. aasta esimeses kvartalis, teisisõnu kaks kolmandikku perioodi tehingutest toimus aasta esimestel kuudel. See tõdemus annab aimu, millal hakati neid tehinguid planeerima. Traditsiooniliselt eeldatakse, et ühe omandamise või ühinemise tehingu organiseerimine võtab algusest kuni lõpuni aega 6 kuni 9 kuud olenevalt tehingu suurusest ja rakenduvatest seadustest. Seega saab äkktõusu perioodi tehingute planeerimise algusaja määratleda vahetult pärast euro käibelevõttu. Seegi on viitav sellele, et tõusule eelnenud ajaperioodil oli olulises osas määramatust ning kapitalimahukate investeerimisplaanide teostamine lükati edasi, kuni selguse saabumiseni. Sealjuures kui vaadata tehingute jaotust, siis arvestatav osa tehingutest olid seotud ettevõtetega, mille fookuses oli lokaalne turg. Tabel 2-s on toodud valik tehingutest, mis olid seotud lokaalse turuga või jaemüügiga.

Kokku esindavad need tehingud 58% kõikidest tehingutest, mis toimusid 2012. aasta esimesel poolel. Käesoleva töö autor julgeb väita, et nende tehingute toimumine oleks olnud märgatavalt ebatõenäolisem juhul kui oleks krooni devalveeritud. Samal ajal, kui

vaadelda Läti ja Leedu ühinemiste ja omandamiste turgu, siis mõlemad näitasid oluliselt stabiilsemat taset ning mõlemal turul oli välja kujunenud pigem kasvutrend. See asjaolu annab hea aluse väitmaks, et küllaltki järsud muutused Eesti turul olid eelkõige seotud euro käibelevõtuga ning sellele eelnenud spekulatsioonidele.

Tabel 2 Valik tehingutest, mille fookuses oli lokaalne turg või jaemüük.

Tehingu aeg	Omandaja	Sihtmärkettevõtte	
	Nimi	Nimi	Tegevusvaldkond
29.06.2012	Baltcap	Teede REV-2	Teede ehitus
29.06.2012	ATEA Baltic	NG Infra	IT-infrastruktuuri teenused
16.05.2012	Corpore	Jugaste Liiva ja Partnerid	Avalikud suhted
11.05.2012	Reitan Servicehandel	Apollo Holding	Raamatute jaemüük
10.05.2012	USS Security	Elioni turvateenistuse üksus	Turvateenistus
31.03.2012	Simson	ServiceNet Baltics	Elektroonika garantiiremont
21.03.2012	Nelja Energia*	Kolme ettevõtte ühinemine	Taastuenergia
5.03.2012	Reitan Servicehandel	R-Kioski kett	Kaupade jaemüük
20.02.2012	Tele2	Televõrgu	Kommunikatsioonivõrgu
2.02.2012	Alma Media	CV Online	Personalitsingu teenused
1.02.2012	EQT Private Equity	Fortum Termest	Kaugkütte teenused
31.01.2012	Eften Capital**	AS Ärimaja	Kinnisvara haldus

* Ühinemine toimus kolmes järgus

** Omandamine toimus kahes järgus

Allikas: (Thomson Reuters)

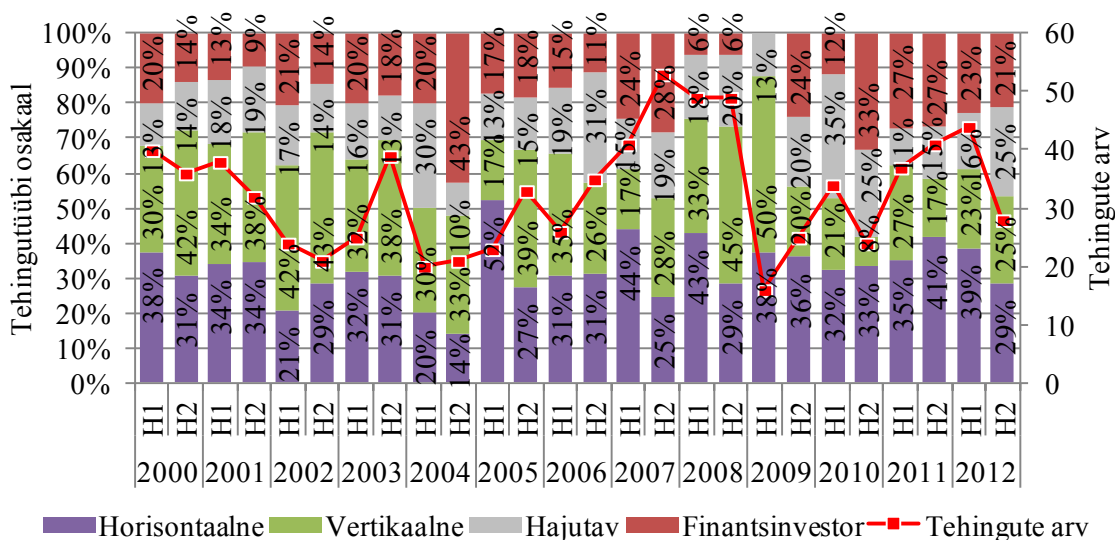
Joonisel 9 on toodud tehingute jaotus vastavalt strateegilisele kompositsioonile omandaja ja omandatava vahel. Jaotus põhineb neljal kategoorial, mis on defineeritud järgmiselt:

- Horisontaalne – tehing, mille käigus ühinevad samas tegevusalas olevad ettevõtted, et saavutada sünergiaid dubleerivate funktsioonide kõrvaldamisest ja turuosa suurendamisest. Analüüsis määratleti sellisteks tehingutest ettevõtted, millel oli sama SIC-kood nelja koha ulatuses.
- Vertikaalne – tehing, mille käigus ühinevad samas sektoris olevad ettevõtted, aga mis asuvad erinevates positsioonides väärtusahelas. Nendena määratleti ettevõtted, mis jagasid SIC-koodi kahe esimese koha ulatuses, samuti tegi autor mõnedes kohtades omapoolseid korrekture. Näitena siinkohal võib tuua Svensky

Kaubanduse, mille põhitegevuseks on toidu- ja kodukaupade hulgimüük, küll aga 2005. ja 2007. aastal omandas ettevõtte Tere mahlajookide divisjoni ja ka Marmitoni, mis toodab pagaritooteid. Need tehingud liigitati vertikaalsete tehingute alla, kuna Svensky Kaubandus liikus väärtusahelas ülesvoolu.

- Finantsinvestor – tehingud, mille korral oli omandaja SIC-koodi esimesed kaks kohta 67, mis tähistab valdus- ja teisi investeerimisettevõtteid, sh. ka erakapitali ettevõtted nagu BaltCap, EQT, Baltic Property Trust.
- Hajutav – tehing, mille käigus ühinevad ettevõtted, mille vahel otsene sünergia puudub. Analüüsi tarbeks määratleti need kui tehingud, mis ei kuulunud eelnevatesse gruppidesse.

Küll aga, nagu alapeatükis 2.1 sai tähelepanu juhitud, siis selle jaotuse juures on vajalik hoida teatavat reservatsiooni ning olla ettevaatlik järelduste tegemisel, kuna SIC-koodide määratlus on mõnevõrra subjektiivne ning on võimalik, et tänu sellele on alginfo täpsus saanud kannatada.



Joonis 9. Tehingute jaotus vastavalt tehingujärgsele strateegilisele kompositsioonile ja tehingute dünaamika (Thomson Reuters, autori arvutused).

Kuigi osakaalud on aegreala lõikes suhteliselt püsivad, on huvitav märkida, et hajutava iseloomuga tehingute osakaalud 2010. aasta esimesel poolel kasvasid 35% juurde. Samas sellel samal perioodil kasvas ka üldine tehingute arv. Sellel perioodil on

statistika kohaselt omandaja poolel olnud ka kohalikud pangad – Swedbank, Snoras, UKIO Bankas jt. – põhjustades hälbe keskmisest. Autor usub, et see asjaolu tuleneb sellest, et majanduskasvu perioodil panditi ettevõtete aktsiaid laenude tagatisena. Majanduskriisi tulemusel muutusid ettevõtted kas maksevõimetuteks või vallandusid laenulepingutes olevad provisjonid, mistõttu aktsiapaketid liikusid kreditoride kätte.

Kokkuvõtvalt võib öelda, et Baltikumi ühinemise ja omandamiste turg on ajalooliselt olnud suures osa mõjutatud välisinvestoritest ja eelkõige Põhjamaadest, kes sisenesid Balti turule peamiselt kriisieelsel perioodil. Viimasel kahel ja poolel aastal on aga olnud täheldatav välisinvestorite aktiivsuse langus ja seda on kompenseerimas siseriiklikud tehingud. Autor püstitas hüpoteesi, et välisettevõtted restruktureerivad oma äriportfelle, mille tulemusena lahutakse mitte-tuumik turgudelt ja ärivaldkondadest. Selle tulemusena avaneb kohalikul kapitalil seni suletud olnud investeerimisvõimalused. Lisaks, kui vaadelda Baltikumi siseseid tehinguid, st Juhud, mil osapooled on erinevatest Baltikumi riikidest, siis neil on suhteliselt väike osakaal kõikidest toimunud tehingutest. Autor usub, et võttes arvesse siin alapeatükis toodud analüüsi, on sellel kaks põhjust. Ühest küljest pole enamikel ettevõtetel laienemine ühinemise või omandamise teel teise Baltikumi riiki mõistlik, kuna kaubavahetus on majanduslikult efektiivsem. Teiselt poolt on reaalne, et Baltikumi sees ei ole tekkinud hinnaarbitraaži võimalust, mille tulemusena oleks mingis riigis olevad varad atraktiivsemad. Samas oli huvitav täheldada, et Eesti turg oli kõige aktiivsem ühinemiste ja omandamiste tehingute seisukohalt nii absoluutnumbrites kui ka juhul, kui oleks võetud arvesse SKP suuruseid. Autor seostas selle Soome ja Rootsi investorite investeringutega Eestisse, mis moodustab omamoodi teadmiste ülekande kanali. Teisisõnu, Eesti ettevõtted on ühinemise või omandamise strateegilise alternatiivina paremini vastu võtnud ning julgevad ka seda realselt rakendada. Vaadeldes Baltikumi siseseid tehinguid, siis nähtub, et Eesti päritolu ettevõtted on omandaja rollis üle pooltel juhtudel. Ühest küljest on võimalik, et see näitaja tuleneb sellest, et välisinvestorid on omandanud Eestis äriüksusi ning kasutavad neid tütarettevõtteid laienemaks teistesse Baltikumi riikidesse. Selle tulemusena võib olla välisinvestorite osakaalud Lätis ja Leedus alahinnatud. Samuti Eesti puhul sai täpsemalt kirjeldatud euro käibelevõtuga seotud probleemistikku. Autor usub, et Eestis toimunud tehingute äkktõus 2012. aasta esimesel poolel on otseselt seotud euro käibelevõtu eelsel perioodil valitsenud poliitilisele ja

majanduslikule määramatusele ning ettevõtete juhtkonnad võtsid ära ootava seisukoha. Autor kasutas sellele hüpoteesile viitavate argumentidena nii meediahoiakuid euroeelsel perioodil kui ka tehingute iseloomu ja ajastatust, mis toimusid 2012. aasta esimesel poolel.

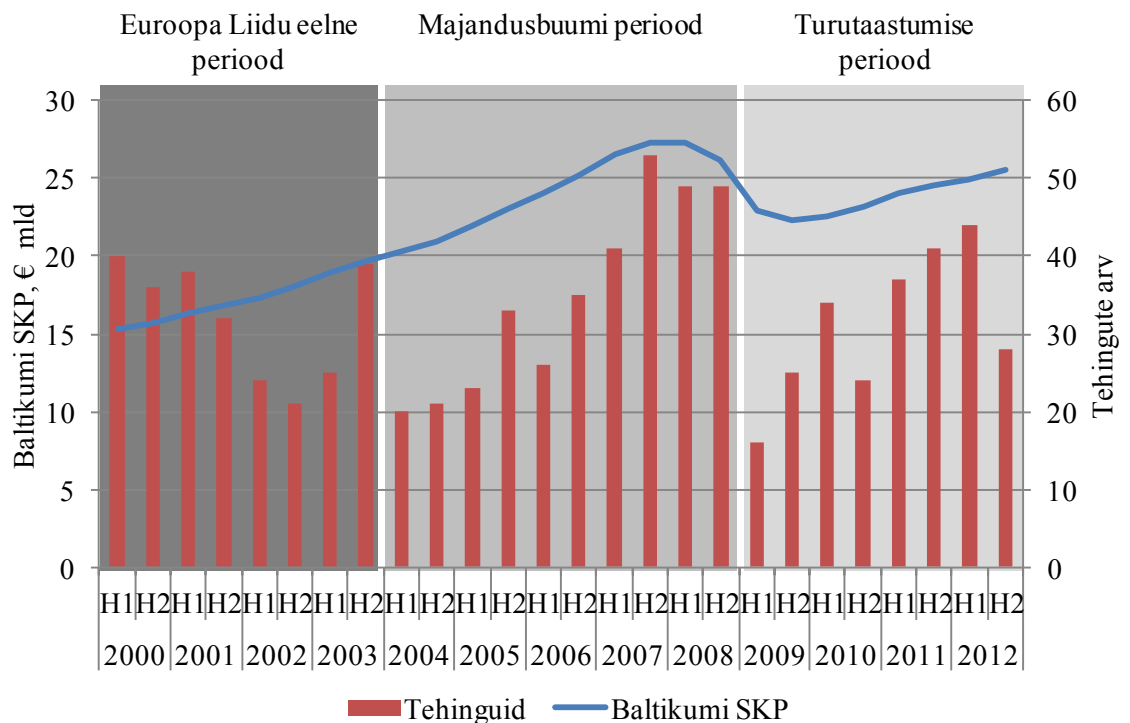
2.3. Makroökonomilised mõjurid Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turu kujundajatena

Makroökonomilisest lähtekohast on varasemalt argumenteerid, et olulisteks muutujateks võib olla SKP tase riigis (Nakamura 2004; Ali-Yrkkö 2002). Intuitiivselt on see ka kergesti omaks võetav hüpotees, kuna koos majandusaktiivsuse kasvuga peaksid ettevõtted hakkama otsima orgaanilisele kasvule alternatiivsed võimalusi kuidas äritegevust laiendada. Siinjuures on ühinemine või omandamine üks võimalikest variantidest, kuidas seda eesmärki täita. Küll aga arvesse võttes, et Balti riikide puhul on tegemist väikeste ja avatud majandustega, siis see lähenemine võib osutada liialt lihtsustatuks, et selgitada aegreas erinevate tehingute toimumist. Sellest tulenevalt vaatleb autor võimalike seoste olemasolu kapitali kättesaadavust kirjeldava näitaja abil, mis on konstrueeritud Harfordi (2005) töö eeskujul ja samuti vaadeldakse di Giovanni (2002) eeskujul, kas Baltikumis toimunud tehinguid on võimalik seletada toetudes arengutaseme erinevustele osapool-riikide vahel. Vastavalt vajadusele vaadatakse tehingud agregeeritult või siis eraldiseivalt olenevalt kasutatavast seletatavast muutujast.

Autor on aegrea jaganud tinglikult kolmeks perioodiks (vt. joonis 10, lk. 54). Esimene neist kestab kuni Euroopa Liiduga liitumiseni, teine periood katab ajavahemiku 2004-2008 ja viimane periood on turu taastumine 2008. aastast edasi. Töö kirjutaja on arvamusel, et see joatus on õigustatud, kuna nendel perioodidel on turgu mõjutavad tegurid erinevad ning mõjude ulatused on teistsugused. See on eriti ilmne esimese ja teise perioodi võrdluses, kus poolaasta kohta keskmiselt toimunud tehingute arv on küllaltki sarnane, erinedes vaid 10% ehk 3 tehingu võrra. Samas majanduslik keskkond nendel kahel perioodil oli suhteliselt erinev. Lisaks, kolmanda perioodi eristamise kasuks räägib asjaolu, et välisinvestorite aktiivsus Baltikumi turul on olnud alates 2008. aastast langustrendis. Võimalikke põhjuseid selle trendi taga vaadeldi eelmises

alapeatükis. Selle alapeatüki kontekstis antakse hinnang kas selle trendi pöördumine on lähiperioodil võimalik.

Vaatlusalustest perioodidest on Euroopa Liidu eelne ajajärk erandlik. Seda seetõttu, et need statistikud, mis kirjeldavad turu aktiivsust kahel järgneval perioodil küllaltki hästi, ei tundu mõju omavat aastatel 2002-2003. Juhul, kui SKP tase on mingi indikatsioon turuaktiivsusele, siis ei tohiks tehinguid olla sama palju kui järgnevatel perioodidel. Teiselt poolt on Euroopa Liidu eelsele perioodile iseloomulikud kõrged kapitali kulukuse määrad (vt. Joonis 11, lk. 57). Samas kui vaadelda tehingute struktuurseid näitajaid, siis mingeid olulisi anomaaliaid pole võimalik täheldada (vt. Joonis 6, lk. 44). Seega need mõjutegurid, mis kujundasid sellel perioodil turuaktiivsust, pidid olema küllaltki ühesugused kõigile kolmele Balti riigile. Sellisele kriteeriumile vastavad kaks lokaalset sündmust: Vene kriis ja liitumiskõnelused Euroopa Liiduga. Maailma mastaabis loetakse 2000.a algust IT-tehnoloogilise revolutsiooni lõpuks, mida Jovanovic, Rousseau (2004) pidasid tehnoloogiliseks šokiks, mis võimaldas ühinemiste ja omandamiste tehingute kasvu perioodil 1970-2002.



Joonis 10. Balkumise ühinemiste ja omandamiste turu tehingute dünaamika ja Balkumise SKP miljardites eurodes aheldusmeetodil (Thomson Reuters, Eurostat, autori arvutused)

Ajavahemikul august 1998 kuni märts 1999 devalveeriti Vene rubla enam kui 70%. Kuigi kaubavahetuse osakaal Venemaaga oli 1990. aastate vältel languses, siis kriisi saabumise hetkel moodustas Venemaa 20% Eesti ja Läti eksporditurust ning ligi kolmandiku Leedu eksporditurust. 1999. aastaks oli kogu Baltikum majanduslanguse käes, mille ühe märgina oli töötusemäärade kasv 16,4%-ni Leedus, ligi 14%-ni Lätis ja 13%-ni Eestis 2000. aasta lõpuks. Paralleelselt kaubanduskriisi ja majanduslangusega sattus hätta ka finantssektor, mida tabasid kahjumid laenudelt, mis oli väljastatud Venemaaga seotud ettevõtetele. (Cross-border study... 2010: 21)

Kui vaadelda Euroopa Liiduga liitumise eeltingimusi, siis need saab jagada laias laastus kolmeks. Sealjuures jaotuse aluseks on 1993. aastal vastuvõetud nn Kopenhaageni Kriteeriumid (Regular Report... 2001: 8-9):

- Poliitilised kriteeriumid, mille kohaselt liituda sooviv riik peab vastama teatud standarditele, mis käsitlevad demokraatiat, õigusriiki, inimõigusi ja vähemusgruppide kaitset.
- Majanduslikud kriteeriumid, mille kohaselt riik peab olema määratud ulatuses integreeritud Euroopa Liiduga läbi kaubanduse, täitma hästi toimiva turumajanduse tingimuse ja olema piisavalt konkurentsivõimeline, et konkureerida Euroopa Liidu ühisel turul.
- Riik peab olema võimeline kandma kohustusi, mis tulenevad Euroopa Liiduga liitumisest. Teisisõnu rakendama ja jõustama Euroopa Liidu seadusi ning teiselt poolt peab avalik sektor olema piisavalt dünaamiline, et kohanduda täiendavate seadusmuudatustega, kui Liit seda nõuab.

Siinjuures on oluline märkida, et esimesed kaks nendest tingimustest on küllaltki abstraktsed ning võimaldavad vastavalt vajadusele Euroopa Liidul laveerida. Osaliselt see väljendus asjaolus, et Eesti alustas liitumiskõnelusi 1998. aasta märtsis, seevastu Läti ja Leedu 1999. aasta oktoobris. Küll aga viimane punkt, mis käsitleb Euroopa Liiduga seonduvate kohustuste kandmise võimekust on oma sisult konkreetne ning on jagatud 29. peatükiks või teemaks, mis käsitlevad valdkondi alates energeetikast kuni kultuurini (Regular Report... 2001: 3-5). Kahjuks kõikide nende teemapunktide käsitlemiseks jääb käesolevast tööks väheks ning langeb töö fookusest liialt kõrvale. Küll aga võib öelda, et Euroopa Liiduga liitudes olid vajalikud laiaulatuslikud legislatiivsed reformid, mis

mõjutasid paljusid erinevaid majandussektoreid. Sealjuures Euroopa Liit juhendas kandidaatriike, milliseid reforme on vaja läbi viia, et olla kõlbulik liitumiseks. Teisisõnu, alates liitumiskõneluste algusest dikteeris Brüssel, millised seadusmuudatused on tarvilikud ja kohaliku poliitilise tahte olemasolul need ka ratifitseeriti.

Sünteesides need kolm tegurit ühtseks tervikuks, siis selle tulemusena tekib parem arusaam mõjuritest, mis toetasid ühinemiste ja omandamiste turgu aastatel 2000-2002. Autor püstatab siinkohal hüpoteesi, mis põimib kokku reformid seadusandluses ja Vene kriisi globaalse IT-pöörde taustal. Ühest küljest Euroopa Liiduga liitumine nõudis mitme regulatsiooni ümber vaatamist, mis avaldas mõju laiale sektorite valimile. Seadusandlusega kohandumine, eriti mis puudutab tootmistehnoloogiat, töökeskkonda ja töötajate turvalisust, vajab olulisel määral investeringuid. Seega kui investeringuteks vajaminev kapital on ebaühtlaselt kättesaadav, siis on oht, et toimub tinglik grupeerumine ettevõteteks, mis suudavad vajalikud investeringud teha kohandumaks uute seadustega ja nendeks, kellel see võimekus puudub. Siinjuures tuleb arvestada, et regulatiivne raamistik muutus vaadeldaval perioodil suhteliselt kiiresti – Euroopa Liiduga liitumiskõneluste algusest kuni nende lõpuni –, mistõttu on sellise grupeerimise tekkimine tõenäolisem. Sealjuures võttes arvesse, et see muutuste periood järgnes Vene kriisile, mille raames kadus üks suhteliselt suur eksportturg, siis see täiendavalt toetab eelpool mainitud grupeerimise võimalikkust. Seda seetõttu, et ettevõtted, mis olid orienteeritud eelkõige Venemaale, pidid kohanduma kahel suunal. Ühest küljest seadusandlik pool ja teisalt leidma oma toodetele uued sihtturud. Arvestades asjaolu, et pangandussektor oli samuti konsolideerumas, mille käigus tugevama kapitaliseeritusega pangad omandasid halvema bilansiseisuga konkurente, siis selle restruktureerimise taustal oli kapitali kättesaadavus piiratud, mistõttu Vene kriisi mõjud võimendusid, kuna teatud osal ettevõtetel polnud võimalik kaasata piisavas hulgas kapitali investeringute ja käibekulude katteks. Seega on tõenäoline, et tänu regulatiivsele muutusele tekkisid tehnoloogilised erinevused ettevõtete vahel, mille kaotamine polnud võimalik tollases majanduskeskkonnas. Lisaks sellele tehnoloogilisele šokile, mis tulenes peamiselt muudatustest seadusandlusest, oli samaaegselt lõppemas IT-pööre, millega kaasas käimine samuti nõudis investeringuid põhivarasse. Nende asjaolude koosmõjust tulenevalt toimus ettevõtete varade väärtuste

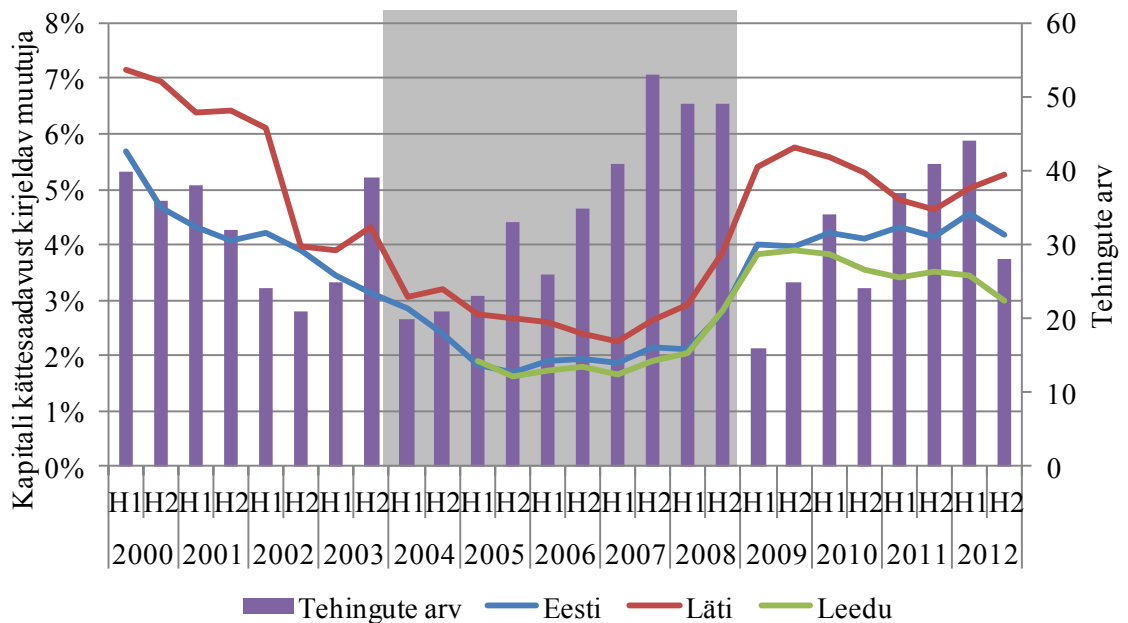
eristumine tehnoloogilisel baasil *a la* Jovanovic, Rousseau (2004). Ühtlasi, see varade väärtustasemete erinevus lõi ka kapitali küllusliku keskkonna, mille raames tehnoloogiliselt mahajäänud ettevõtete väärtused langesid ja seetõttu muutusid avatuks omandamistele. Autor usub, et selle vara hinna erinevuste tekkimine põhjustas 2000. algusaastate ühinemiste ja omandamiste turuaktiivsuse tõusu. Selle arutelu tulemusena võib väita, et tegemist oli tehnoloogilis-regulatiivse šokiga negatiivsete majandusarengute taustal. Sealjuures on antud seletus kooskõlas Joonisel 4 toodud kontseptsiooniga.

Samas peab tõdema, et see hüpotees sobib eelkõige perioodile, mis hõlmas endas aastaid 2000-2002, aga 2003. aasta teise poole tõusuga see hästi ei sobitu. Vägaagi võimalik on, et see lühiajaline tehingute arvu kasv tulenes Euroopa Liiduga liitumise referendumist, mis toimus Eestis ja Lätis 2003. aasta septembris ja Leedus sama aasta mais. Põhjus, miks see on märgilise tähendusega ja võiks tehinguid soodustada, on asjaolu, et liikmesriigi ettevõtetele on võimalik taotleda erinevaid toetusi ning teiselt poolt avaliku sektori tellimused peaksid kasvama tänu Euroopa Liidu arengu- ja konvergenstsiabile. Teisisõnu liikmestaatus otseselt tõstab nõudlust toodete ja teenuste järele, mille tulemusena turu arengu perspektiivid parenevad. Seetõttu oleks ettevõtetele mõistlik konsolideerida oma turuosa, et olla konkurentsivõimelisem riigihangete konkurssidel osalemisel ning nende elluviimisel kui peatöövõtja.

Liikudes majandusbuumi perioodi, aastad 2004-2008, siis tehingute dünaamikale hakkas mõju avaldama hoopis teistsugune tegurite kogum. Nagu jooniselt 10 (vt. lk. 53) on võimalik ka täheldada, siis majanduskasvu ja tehingute arvu vahel on võimalik märgata suhteliselt tugevat visuaalselt korrelatsiooni. See omakorda viitab asjaolule, et tehingud olid eelkõige tiivistatud soovist võimalikult palju kasu lõigata majanduskasvust. Teiselt poolt nagu jooniselt 11 selgub, toetas seda kasvu ka laenuintressimäärade oluline langemine, mis võimaldas senisest lihtsamini finantseerida ühinemise või omandamise tehingut. Seega ühinemine või omandamine muutus sellel perioodil odavamaks strateegiliseks alternatiiviks.

Samas peab tõdema, et kapitali kättesaadavust kirjeldaval muutjal on käsitletaval perioodile 2004-2008 positiivne korrelatsioon tehingu arvudega Eesti (0,18) ja Leedu (0,35) puhul, mis on mõnevõrra üllatuslik, kuna see viitaks olukorrale, kus

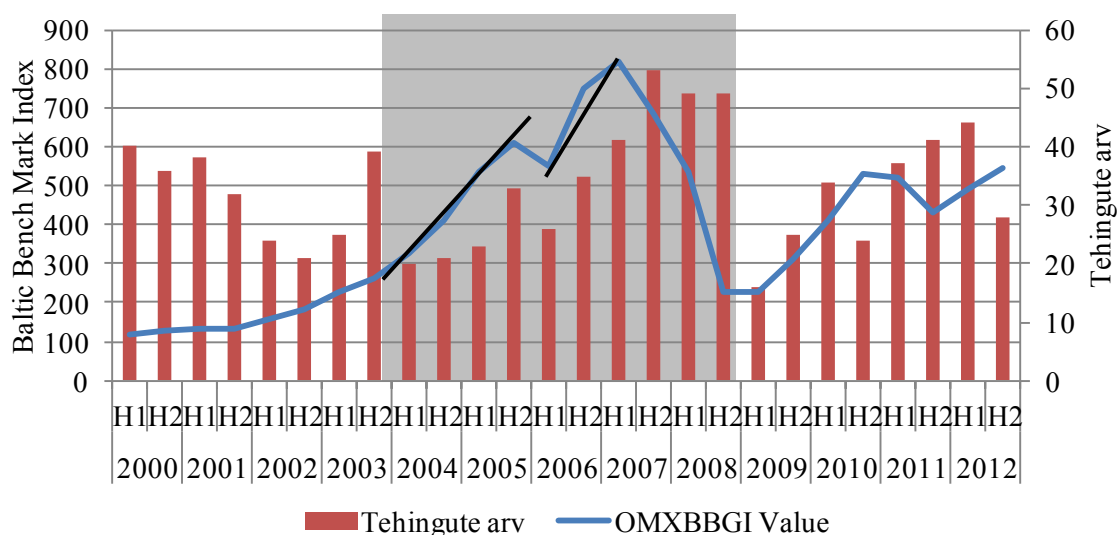
laenuintresside ja sellega kaasnev kapitali kaasamise hinnatõus soodustab turuaktiivsuse kasvu. Ainult Läti puhul omandab korrelatsiooni kordaja oodatava negatiivse väärtuse. Samas siinkohal on võimalik, et antud tulemust mõjutab kaks asjaolu. Esiteks vaatlusi, mille järgi kordaja arvutati, on vähe, mistõttu selle väärtused ei pruugi olla usaldusväärsed. Teisalt võib saadud kordajaid mõjutada asjaolu, et need arvutati tehinguarvude põhjal, seevastu Harford (2005) kasutas tehingu mahtusid.



Joonis 11. Baltikumi tehingute dünaamika ja kapitali kättesaadavust kirjeldava muutuja dünaamika (autori koostatud Thomson Reuters’i, Eesti Panga, Latvijas Banka, Lietuvos Bankas ja Euroopa Keskpanga andmete põhjal).

Samas Harford (2005) argumenteeris, et kõrgeenenud aktsiaturgude tasemed on indikatiivsed ka kapitali kättesaadavuse lihtsusele. Sellest tulenevalt väärib vaatlust tehingute arvu ja Balti aktsiaindeksi omavaheline võimalik seotus. Joonisel 12 on toodud ära võrdlus Baltic Benchmark Index’i ja tehingute arvude vahel. Saab tõdeda, et nende vahel on küllaltki kõrge korrelatsioon (0,68). Kuigi see kordaja kannatab sama probleemi all – vähesed vaatlused kordaja arvutamisel –, siis ikkagi on kordaja väärtus oluliselt kõrgem ning oodatud märgiga. Seetõttu võib arvata, et Baltic Benchmark Index’il on suurem kaal ühinemiste ja omandamiste turu kirjeldamisel teadaoleva tehingute informatsiooni taustal. Lähtudes Baltic Benchmarki Index’i käitumisest ja

samal perioodil olnud SKP taseme arengutest, siis autor usub, et majanduskasvu perioodil toimunud tehinguid on kõige otstarbekam vaadelda positiivse majandusšoki ja refleksiivsuse raamistikus.



Joonis 12. Baltic Benchmark Index dünaamika ja tehingu arvude dünaamika. Allikas: Thomson Reuters, NasdaqOMX

Sellele, et tegemist on refleksiivse protsessiga, on kolm viidet. Esmalt on sellele indikatiivne turu käitumine perioodil 2004-2005 ja 2006-2007 ehk väikese languse järel turg taastus kiirenevalt, mida näitavad trendisirgete erinevad tõusunurgad. Teiseks, asjaolu et tehingute ja indeksi taseme tugev korrelatsioon katkes 2007. aasta juures ning lahtisidestatus kestis poolteist aastat ja kolmandaks viiteks on 2006. aasta langus iseenesest.

Meenutades alapeatükis 1.1 toodud turusignaalidel põhineva tagasisidetsükli iseloomu, siis selleks, et välja kujuneda saaks võimenduv tagasisidetsükkel on vaja kolme komponenti:

- mingit fundamentaalset põhjust, mis õigustab trendi teket,
- arusaama trendi tekkepõhjusest, mida on võimalik rakendada laiale subjektide valimile,
- impulssi, mis tugevdab usku trendi tekkepõhjusest.

Lähtudes sellest raamistikust, siis esmalt on vaja identifitseerida tegurid, mis annavad trendile fundamentaalse aluse. Ühest küljest võib eelpool mainitud Euroopa Liiduga liitumine olla üks komponent positiivse trendi välja kujunemisel. Seda just saadava arengutoetuse näol, mis peaks suurendama kohalikku nõudlust kaupade ja teenuste järele. Samas teiselt poolt, mis ilmselt mängis suuremat rolli, oli intressimäärade konvergens Euroopaga. Nagu jooniselt 11 nähtub, siis laenuintressimäärad oli languses kuni 2005. aastani ning püsisid madalana kuni 2008. aasta lõpuni. Tänu sellele oli laenu taotlemine võimalik nii ettevõtetal kui ka eraisikutel, kellel varem see polnud alternatiiv, kuna pakkumine puudus. Tänu elavnenud laenude pakkumisele oli vaadeldaval perioodil teiste varaklasside kõrval ka kinnisvara väärtuse kasv võimalik. See tervikuna tõlgendus keskmisesse ca 4,1%-sse majanduskasvu poolaasta kohta kogu Baltikumis aastatel 2004-2005. Autor usub, et nende asjaolude üheaegne kokkulangemine lõi soodsa pinnase fundamentaalsele trendile, mis toetas ühinemiste ja omandamiste turu aktiveerumist. Teisalt, kuna see trend põhines nähtustel, mis rakendusid laiale subjektide kogumile – Euroopa Liidu konvergenstiabi, laenutingimuste kergenemine –, siis on sellega täidetud ka teine tingimus võimenduva turusignaalidel põhineva tagasisidetsükli tekkimiseks.

Vaadetes tagasi 2006. aastal avaldatud meediaartiklitele, siis on märgatav, et kerkisid esile hoiatava iseloomuga artiklid. Eesti Panga esindajad mainisid majanduse ülekuumenemise ohtu juba 2005. aasta novembris ja ennustasid majanduskasvu aeglustumist (Kaasik 2005). Samuti tollane Eesti Panga president Andres Lipstok kutsus kohalikke pankasid üles laenamist vähendama, kartes majanduse ülekuumenemist (Mell 2006). Samuti sellel perioodil tõusis esile tööjõu puuduse küsimus, mis pidi tulevasele majanduskasvule päitsed pähe panema. Kuigi antud artiklid on refereeritud eestikeelsest meediast, on vägagi tõenäoline, et sarnane arutelu toimus nii Lätis kui ka Leedus. Aluse selleks oletuseks annab see, et langes Baltic Benchmark Index, mis peaks olema esinduslik kogu Baltikumi aktsia turgudele. Autor on veendumusel, et need majanduslikud kaalutlused mõjutasid investorite tulevikuootusi negatiivses suunas ja sellest tulenevalt toimus varade hinna korrektsioon. Antud kontekstis siis 2006. aasta esimesel poolel, kui nii indeksi väärtus kui ka tehingute arv vähenes võrreldes eelnenud perioodiga. Küll aga, kui vaadata Baltikumi SKP-kasvu numbraid, siis ajavahemikul 2006-2007 oli see näitaja poolaasta kohta ca 4,2%, seega olles kõrgem kui varasemal

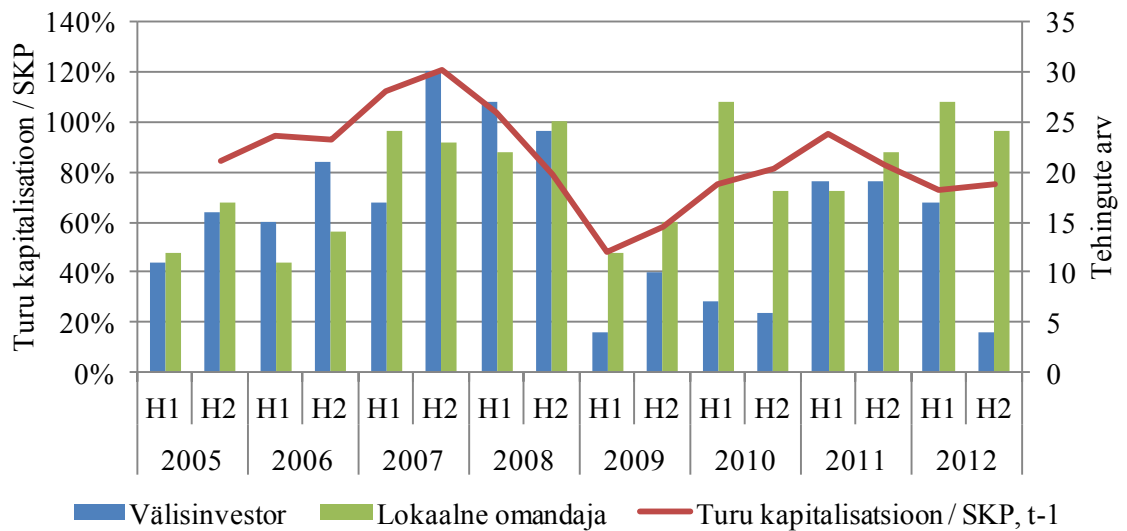
perioodil 2004-2005. Omakorda tähendas see seda, et hoiatajate seisukohad olid diskrediteeritud, sest nende ennustused ei materialiseerunud. Tänu sellele, et ametlik statistika näitas vastupidist, majanduskasvu aeglustumise asemel toimus kiirenemine, siis kinnistus arusaam, et senine majanduskasv on pikemaajaline nähtus ja konvergens Euroopa riikidega jätkub. Autor usub, et see hoiatajate diskrediteerimine oli impulsiks, mis kinnistas arusaama, et varasem fundamentaalsetel näitajatel põhinev trend võiks jätkuda pikaajaliselt. Samuti asjaolu, et tehingute arv oli küllaltki kõrge ka pärast aktsiaindeksi langustrendi pöördumist, viitab sellele, et ettevõtjad pigem lootsid varasemate trendide jätkumist ning ei oodanud niivõrd tugevat majanduslangust kui seda oli 2009. aastal. Kokkuvõtlikult on autor veendumusel, et erinevate makromajanduslike tegurite koostoime lõi soodsa keskkonna ühinemiste ja omandamiste turule, mis saavutas vaadeldava perioodi käigus isetäituvat ennustuse vormi.

Liikudes aegteljel edasi taastumise perioodi aastatel 2009-2012, siis tegemist on samuti iseäraliku perioodiga. Seda seetõttu, et välisinvestorite osakaal kõikidest tehingutest on langustrendis. Samuti ka Baltikumi riikide vahel on tehingute osakaalud oluliselt nihkunud, kuid alapeatükis 2.2 argumenteeris autor, et selle peamiseks põhjustajaks on Eesti turg ja euro käibele võtmine. Samas kui vaadelda tehingute arvu võrreldes Baltic Benchmark Index'i ja SKP taseme arengutega, siis on üldjoontes võimalik öelda, et need omavad sarnast selgitavat omadust nagu majanduskasvu perioodil. Küll aga väärib lisaselgitamist välisinvestorite osakaalu langus omandajate seas.

Selle selgitamiseks toetub autor di Giovanni (2002) artiklile, mille raames tõestati, et riigid, millel on kõrge aktsiaturu kapitalisatsiooni suhe SKP-sse, on altimad kaaluma ühinemisi või omandamisi. Selle peatüki alguses mainiti, et selle kordaja aluseks on Baltikumi ja valitud Põhjamaade summeeritud aktsiaturgude kapitalisatsioon ja vastava regiooni SKP. Võttes arvesse tõsiasja, et Baltikum tervikuna on küllaltki pisike ning ka nende aktsiaturud on samuti väikesed, siis saab seda kordajat kasutada lähendina Põhjamaade vastavale näitajale.

See kordaja peaks iseloomustama kaht karakteristikut vaadeldava regiooni puhul. Ühest küljest peaks see viitama finantssektori arengutasemele ehk kõrge näitajaga riigis on kergem kapitali kaasata, mistõttu on äritegevuse laiendamine läbi ühinemise või

omandamise suhteliselt odavam. Teiselt poolt see näitaja iseloomustab ootusi, mis on pandud riigi majandusele, seega kõrge näitaja peaks viitama paranenud majanduskeskkonnale. Seegi peaks muutma ühinemised või omandamised tõenäolisemaks.



Joonis 13. Baltikumi ühinemiste ja omandamiste tehingute dünaamika omandaja päritolu grupi järgi ja Põhjamaade turukapitalisatsiooni suhe nominaalsesse SKP-sse (Thomson Reuters, Eurostat, Statistiska Centralbyråns, autori arvutused).

Baltikumi kontekstis tähendab see seda, et vaadeldaval näitajal peaks olema selgitav mõju tehingute puhul, mille korral oli omandajaks välisinvestor. Joonisel 13 on see statistiline näitaja välja toodud. Küll aga vajab märkimist asjaolu, et turukapitalisatsiooni ja SKP suhe on ühe perioodilise viitajaga. Autor täheldas, et sellisel juhul on korrelatsiooni kordaja suhteliselt kõrge positiivse väärtusega 0,72 kogu perioodil 2005-2012. Samas kui viiteaega mitte rakendada, siis korrelatsiooni kordaja väärtus langeb 0,16 peale. Sealjuures on selle erinevuse olemasolu ka intuiitiivselt kergesti omaksvõetav, kui võtta arvesse, et aktsiaturud on oma olemuselt tulevikku vaatavad. Sealjuures selle korrelatsiooni kordaja suhteliselt kõrge väärtus on indikatiivne sellele, et Põhjamaade ja Baltikumi vahel on veel suhteliselt suured erinevused ning Põhjamaade ettevõtted näevad olulisi sünergia saavutamise võimalusi Eesti, Läti, Leedu ettevõtete puhul. Siinkohal märgib autor, et mainitud näitaja viimane väärtus 2012. aasta teisel poolel oli 82% ehk seitsme protsendipunkti võrra kõrgem kui eelneval poolaastal. Võttes arvesse selle näitaja võrdlemisi kõrget korrelatsiooni, siis

pigem on oodata, et välisinvestorite aktiivsus 2013. aasta esimesel poolel mõnevõrra kasvab eeldusel, et varade väärtused pole ühtlustunud Baltikumi ja Skandinaavia vahel. Juhul kui mingi tasakaalustumine on toimunud, siis autori arvamuse kohaselt see näitaja kaotaks oma selgitava võime.

Käesolevas alapeatükis vaadeldi *ad hoc* baasil Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemise põhjusi kolmel erineval perioodil alates 2000. aastast. Tinglikult Euroopa Liidu eelseks perioodiks nimetatud ajavahemikul argumenteeriti, et peamiseks jõuks, mis mõjutas turuaktiivsuse kujunemist, oli tehnoloogiliste erinevuste esile kerkimine, mida soodustas regulatiivse raamistiku muutus ebasoodsas majanduskekskonnas. Järgneva perioodi turukujunemist selgitati eelkõige toetudes turusignaalidel põhineva tagasisidetsükli raamistikus, mis võimaldas selgitada miks esialgu püsinud korrelatsioon tehingute arvu ja Balti aktsiaindeksi vahel lahti sidestus. Kolmanda perioodi iseloomustusena tõi autor välja madala välisinvestorite osakaalu tehingutes. Sealjuures abistava tööriistana selle selgitamisel kasutati turukapitalisatsiooni ja SKP suhet. Tõdeti, et nimetatud näitajal on küllaltki tugev korrelatsioon tehingute arvuga, kui rakendada üheperioodilist viitaega. Lisaks oletas autor, et antud korrelatsiooni püsimisel on tõenäoline, et 2013. aasta esimesel poolel on oodata välisinvestorite osakaalu kasvu omandajate seas. Sealjuures avaldas autor arvamust, et põhiseosed SKP-ga ja aktsiaindeksiga on kehtivad ka uusimal perioodil.

Küll aga juhib töö autor tähelepanu asjaolule, et selle alapeatüki jooksul toetuti peamiselt joonisel 4 (vt. lk. 35) tutvustatud Ali-Yrkkö (2002) kontseptsiooni edasiarendusele selgitamaks Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turgu. Sealjuures ei suutnud autor leida olulisi ebakõlasid mudeli ja statistika vahel, mistõttu usub autor, et antud kontseptsioonil on vähemalt kvalitatiivsel tasemel selgitav väärtus. Samas tuleb tõdeda, et selle kontseptsiooni kvantitatiivne tõestamine püstitab hulgaliselt probleeme. Seda seetõttu, et olenevalt ajaperioodist on dominantsed erinevad tegurid, mis mõjutavad ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse taset. Sellest tulenevalt peaks empiiriline mudel endas kandma elemente, mis on igale individuaalsele perioodile iseloomulikud, aga sellisel juhul oleks matemaatiliselt esitatav mudel tõenäoliselt küllaltki keeruline. Alternatiiv oleks välja töötada parem kirjeldavate näidikute instrumentarium, mis oleks usaldusväärne nähtuse kirjeldaja kogu aegrea ulatuses.

KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö lähtepunktiks oli ühinemiste ja omandamiste lainete olemasolu Ühendriikides. Viimase sajandi jooksul on formeerunud vähemalt viis sellist lainet, millest igal ühel on olnud omad iseloomulikud jooned. Sealjuures on nende teke pakkunud teadusringkondadele märgatavat huvi seoses paradoksiga, mis kerkib esile, kui vaadelda ühinemiste ja omandamiste tulemuslikkust. Varasemad uuringud on täheldanud, et tihtilugu on ühinemine või omandamine omandaja jaoks negatiivse tootlikkusega investeerimisotsus, küll aga vaatamata nendele tulemustele on tehingute aktiivsus kasvanud dekaadist dekaadi. Sealjuures 2012. aastal küündis globaalne tehingute maht USD 2,23 triljonini.

See paradoks ja asjaolu, et ühinemised ja omandamised kumulatiivselt on niivõrd kõrge väärtusega, suunasid autorit uurima, millised tegurid mõjutavad tehingute aktiivsust ja kas nendel teguritel on kirjeldav võime Baltikumi kontekstis. Selle taustal võttis töö autor käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks selgitada Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsust mõjutavaid tegureid aastatel 2000-2012. Eesmärgi täitmise juures mängis asendamatu rolli Ali-Yrkkö (2002) poolt välja töötatud kontseptsioon ühinemiste ja omandamiste turust, mille olulisim panus käesoleva töö loomisel oli struktuursete elementide markeerimine.

Töö esimene peatükk, mis käsitleb uuritava nähtuse teoreetilist tausta, on jaotatud kolmeks alapeatükiks, mis vaatlevad spetsiifilisi aspekte ühinemiste ja omandamiste turu kujunemisel sõltuvalt agregeerituse tasemest. Esimene alapeatükk käsitles peamiselt ettevõtte tasandi aspekte. Seejuures avati täpsemalt esmategutsejate ja imiteerijate positsioonide olemust turu kontekstis. Argumenteeriti, et esmategutsejad suudavad kõrgemaid tootlusi saavutada võrreldes imiteerijatega, kuna suudetakse realiseerida konkurentsieelis soodsamas keskkonnas. Teisalt, olulise osa esimesest alapeatükis moodustas turusignaalidel põhineva ehk mimeetilise, sundiva ja normatiivse

tagasisidetsükli tuumideede avamine. Sealjuures mimeetilise tagasisidetsükli kujunemist illustreeris autor 1960. aastatel toimunud konglomeraatide esile kerkimisega.

Teine alapeatükk käsitles nn šokkide olemust, mis muudavad ühinemised või omandamised atraktiivseks strateegiliseks alternatiiviks. Langemata detailidesse saab neid šokke liigitada kolmeks tüübiks: majanduslikud, tehnoloogilised ja regulatiivsed. Nendest viimane on ilmselt iseenesest selge viidates olulisele muutusele regulatiivses raamistikus, milles reageeritakse ühinemise või omandamisega. Seevastu majanduslike ja tehnoloogiliste šokkide määratlemine on mõnevõrra keerukam, kuna kerkib esile küsimus kuidas hinnata nende toimumist. Majandusliku šoki lähendina on kasutatud käibe kasvutempode muutumist mingis sektoris võrreldes majandusega tervikuna. On leitud, et kui käibe kasvutempo häälbib turukeskmisest positiivses või negatiivses suunas, siis mõjutatud sektoris on ühinemised või omandamised tõenäolisemad. Vaadeldes tehnoloogilisi šokke, siis on määratletud kaks olulisemat pööret. 20. sajandi alguses tootmise elektrifitseerimine ja sajandi lõpul toimunud IT-revolutsioon. On avaldatud arvamust, et ühinemised ja omandamised on tehnoloogiliste šokkide korral erilise rolliga aidates kaasa uue tehnoloogia difusioonile. Teisest küljest soodustavad tehnoloogilised šokid ühinemise ja omandamiste toimumisi tänu ettevõtete väärtuste muutumisele lähtuvalt rakendatavast tehnoloogiast. Sealjuures šokipõhise analüüsi lähtepunktiks võib pidada tehingute ajalise klasterdumise identifitseerimist. Juhul kui suur osa tehinguid on koondunud suhteliselt lühikesse ajaraamistikku, on põhjust eeldada mingisuguse šoki olemasolu.

Kolmanda alapeatüki fookuses olid makroökonomilised tegurid. Sealjuures tõdeti, et majanduseagregaat näitajatel nagu RKP ja SKP on tehingute arve ja mahtusid selgitav omadus. Samas peab tõdema, et see kirjeldavus on kuskil 30% lähedal. Töö jätkus ülevaatega lähtudes kapitali kätte saadavusest ning selle mõjudest ühinemistele ja omandamistele. Sealjuures avaldas autor arvamust, et tegemist on õigustatuima lähenemisviisiga, kui hinnata turu aktiivsust makroökonomiliste tegurite kontekstis, kuigi selle testimine eeldab alginformatsioonist tehingumahtude olemasolu. Samuti oli selle alapeatüki raames vaatluse all, milliseks on kujunenud ühinemine või omandamine otseinvesteeringute kontekstis. Tõdeti, et tehingud on tõenäolisemad kõrgelt arenenud

riikide vahel ning et geograafiline lähedus omab olulist mõju piiriüleste tehingute kirjeldamisel. Kui vaadata Euroopa Liidu siseseid trende, siis on kaks olulist tähelepanekut. Esmalt piirüleste tehinguid on küllaltki vähe, moodustades keskmiselt 18% kõikidest tehingutest. Sealjuures needki on valdkondades, kus lokaalne kohalolek on oluline ehk ettevõtete teenindusraadiused esinduse kohta on väikesed. Samas peab tõdema, et ühinemiste ja omandamiste turg on liidu siseselt regulatiivses kontekstis küllaltki killustunud, mis osaliselt peegeldub ka selles, et keskmise tehingu maht on perioodil 2001 kuni 2007 viiekordistunud. Alapeatüki lõpetas teoreetilise osa kokkuvõte, mille alusel autor sünteesis Ali-Yrkkö (2002) mudeli edasiarenduse, mis hõlmab kõik olulisemad struktuursed elemendid, kuid laiendab mudelit tagasisidetsüklite lisamisega muude täienduste hulgas. Kusjuures, see edasiarendus moodustas teoreetilise baasi, mille alusel autor tõlgendas Baltikumi tehingute dünaamika kujunemist.

Kui vaadelda Baltikumi tehingute kompositsiooni kogu aegrea ulatuses, siis paar märkimisväärt asjaolu tuleb välja tuua. Esiteks, Eestis toimub ebaproportsionaalselt palju tehinguid kui võtta arvesse SKP osakaalud. Autor usub, et see on seotud Põhjamaade, eeskätt Soome ja Rootsi, investorite aktiivse osalemisega ühinemiste ja omandamiste turu kujundamises Eesti kontekstis. Teiseks, Eesti ettevõtete osakaal Baltikumi sisestes piiriülestes tehingutes ületab 50% piiri. Nende kahe asjaolu tõttu püstitas autor kaks hüpoteesi, mis võimaldavad neid tulemusi selgitada. Ühelt poolt on tõenäoline, et kuna Eestis on toimunud suhteliselt palju tehinguid, siis see on moodustanud teadmiste ülekande kanali, kuidas omandada äriüksusi välisriigis. Teisalt on võimalik, et välisinvestorid rakendavad oma Eesti tütarettevõtteid laienemaks teise kahte Balti riiki. Kolmandaks aspektiks, mida autor pidas vajalikuks selgitada, oli Eestis toimunud tehingute oluline langus vahetult enne euro käibele tulekut. Selle fenomeni selgitamiseks toetus töö kirjutaja ühelt poolt meediafoonile, mis valitses enne euro kasutusele võtmist ning teiselt poolt vaadeldes turu aktiveerumisel sooritatud tehinguid. Nende kahe asjaolu sünteesis jõudis autor järeldusele, et investorid võtsid äraootava hoiaku kuni uue valuuta käibele võtuni ning hakkasid oma edasisi samme planeerima pärast sündmuse toimumist.

Turudünaamika ja võimalike mõjutegurite analüüsi tarbeks jaotas autor aegrea kolmeks iseloomulikuks perioodiks. Esimene neist, mis kestis aastatel 2000-2003, on neist kõige omanäolisem, kuna SKP taseme intressimäärade taustal oli tehingute arv üllatavalt kõrge. Siinkohal püstitas autor hüpoteesi, et tegemist oli mitme asjaolu kokku langemisega, millest peamised olid regulatiivne konvergens Euroopa Liiduga ja Vene kriis. Nende tegurite ja globaalse IT-pöörde koosmõjul arenes välja tehnoloogiline šokk negatiivse majanduskeskkonna taustal. Autor usub, et see on kõige tõenäolisem põhjus, kuna tehnoloogiline šokk on ainuke võimalus, mille korral saab mudeli seisukohalt endogeenselt tekkida kapitalikülluslik keskkond. Majandusbuumi perioodi, mis kestis aastatel 2004-2008, vaatles autor positiivse majandusšoki ja refleksiivsuse raamistikus. Argumenteeriti, et perioodil 2004-2005 oli tehingute kasvu mõjutegurina eelkõige positiivsed arengud majanduskeskkonnas, millel oli fundamentaalsed põhjused. Samas arvestades seda, et perioodil 2006-2007 nii tehingute arv kui aktsiaindeks kasvas kiirenevalt, siis autoril tekkis veendumus, et selle selgitamiseks on sobilik kasutada turusignaale ehk mimeetilist tagasisidetsükli. Samas kui vaadelda viimast turu taastumise perioodi, aastatel 2008-2012, siis sellel on palju ühist ajavahemikuga 2004-2005. Autor on veendumusel, et selle perioodi tehingud on eelkõige tiivistatud majanduskeskkonna üleüldisest paranemisest. Samas pole võimalik välja tuua konkreetseid šokilaadseid juhtumeid peale Eesti liitumise euroalaga, mille mõjusid vaadeldi eelmises alapeatükis. Küll aga käsitleti üht võimalikku indikaatorit, mis võib rollida mängida välisinvestorite aktiivsuse kujundamises Baltikumis. Tõdeti, et pärast 2008. aastat on välisinvestorite osakaal tehingutest langenud ning selle selgitamiseks kasutati turukapitalisatsiooni suhet SKP-sse ühe perioodilise viitajaga. Autor avaldas veendumust, et see statistik on küllaltki hea indikaator ning püstitas hüpoteesi, et 2013. aasta esimesel poolel võiks Baltikumi väliste investorite aktiivsus kasvada eeldusel, et varade väärtused pole tasakaalustunud Põhjamaade ja Baltikumi vahel.

Küll aga peab autor oluliseks märkida, et nende perioodidel toimunud tehingute aktiivsuse selgitamiseks kasutas autor Ali-Yrkkö (2002) mudeli edasiarendust. Sealjuures ei suutnud autor täheldada olulisi ebakõlasid, mis võinuksid mudeli seletavat võimet piirata. Seetõttu usub autor, et kasutatud kontseptsioon on ennast õigustanud, vähemasti Baltikumi kontekstis. Samas peab tõdema, et see mudel on eelkõige kvalitatiivne ehk ta loob teoreetilise raamistiku, mille abil seletada turu aktiivsuse

kujunemist. Sealjuures kvantitatiivse mudeli konstrueerimine, mis peegeldaks kogu aegrea jooksul toimunud tehinguid, on küllaltki keerukas ülesanne. Seda just tegurite heterogeensuse tõttu erinevatel ajaperioodidel. Seetõttu usub autor, et juhul, kui eesmärgiks oleks välja arendada kvantitatiivne mudel, siis oleks tarvilik seletavate statistikute kogum üle vaadata ning leida mingid indikaatorid, millel on aegrea üleselt kirjeldav omadus.

Töö edasi arendamise võimaluste juures usub autor, et on mitmeid variante ent paljuskki need taanduvad alginformatsiooni kättesaadavusele. Käesolevast tööst jäi välja klasterdumise efekti uurimine just alginfo ebatäpsuse tõttu. Seega usub autor, et teema edasisel käsitlemisel oleks tarvilik mitmete andmebaaside ühendamise, nt Factset, Bloomberg ja Mergermarket eesmärgiga saada parem ülevaade tehingutest ja teisalt tehingutega seotud informatsioonist. Autor usub, et sellise kombineerimise teel on võimalik saavutada täpsus ka sektorikoodides, mida käesolevas töös pole. Samas peab tõdema, et tehingute arvu ja neid mõjutanud tegureid vaadeldi käesolevas töös eelkõige kvalitatiivsel tasandil. Küll aga töö edasiarenduses oleks huvitav nende seaduspärasuste kvantitatiivne katsetamine ökonomeetrilises kontekstis.

Kokkuvõtlikult usub autor, et töö käigus loodi põhjalik teoreetiline baas uuritava nähtusega seotud probleemidest ja seaduspärasustest. Sealjuures selle põhjal sünteesitud Ali-Yrkkö (2002) mudeli edasiarendus sobis hästi selgitamiseks Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turu aktiivsuse kujunemist aastatel 2000-2012. Selle toel usub autor, et antud raamistiku kasutamine on õigustatud ning käesoleva töö edasiarendus võiks keskenduda selle kontseptsiooni kvantitatiivse vormi loomisele.

VIIDATUD ALLIKAD

1. **Ali-Yrkkö, J.** Mergers and Acquisitions: Reason and Results. – ETLA Discussion Papers, The Research Institute of the Finnish Economy no 792, 2002, 32 p.
[<http://www.econstor.eu/handle/10419/63797>] – 17.05.2013
2. **Andrade, G., Mitchell, M., Stafford, E.** New Evidence and Perspective on Mergers. – Harvard Business School Working Paper No. 01-070; HBS Finance Working Paper No. 01-070, 2001, p. 32 [<http://ssrn.com/abstract=269313> – 14.02.2013]
3. **Andrade, G., Stafford, E.** Investigating the Economic Role of Mergers. – Journal of Corporate Finance, Vol. 10, nr. 1, 2004, pp. 1-36
4. **Auster, E.R., Sirower, M.L.** The Dynamics of Merger and Acquisition Waves: A Three-Stage Conceptual Framework With Implications for Practice. – The Journal of Applied Behavioral Science, Vol. 32, nr. 2, 2002, pp. 216-244.
5. **Beckett, S.** Corporate Mergers and Business Cycles. – Economic Review, May 1986, pp. 13-26
[<http://kansascityfed.org/Publicat/Econrev/EconRevArchive/1986/2q86beck.pdf>] – 17.02.2013
6. **Bruner, R.** Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Research. – Journal of Applied Corporate Finance, 2004, Vol. 16, nr 4, pp. 63-76.
7. **Campa, J. M., Moschieri, C.** The European M&A Industry: A Market in the Process of Construction –The Academy of Management Perspectives, Vol. 23, nr. 4, 2009, pp. 71-87.
8. **Campa, J. M., Moschieri, C.** The European M&A Industry: Trends, Patterns and Shortcomings. – IESE Business School, Working paper WP-762, 2008, 45 p.
[<http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0762-E.pdf>] – 17.05.2013
9. **Carow, K., Heron, G., Saxton, T.** Do Early Birds Get the Returns? An Empirical Investigation of Early-mover Advantages in Acquisitions. – Strategic Management Journal, 2004, Vol 25, nr. 6, pp. 563-585

10. **Coeurdacier, N., De Santis, R.A; Aviat, A.** Cross-border mergers and acquisitions and European Integrations. – Economic Policy, Vol 25, issue 57, 2009, pp. 55-106
11. Cross-country study Economic policy challenges in the Baltics, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2010, 104 p.
[http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/pdf/ocp58_en.pdf] – 13.05.2013
12. **Davies, M., Johnson S.** Sweden's Tele2 exits Russian mobile market. – Reuters, 27.03.2013 [<http://uk.reuters.com/article/2013/03/27/tele-idUKL5N0CJ46X20130327>] – 12.05.2013
13. **di Giovanni, J.** What Drives Capital Flows? The Case of Cross-Broder M&A Activity and Deepening. – University of California, Berkley, working paper no. C0-122, 2002, 49 p. [<http://ideas.repec.org/a/eee/inecon/v65y2005i1p127-149.html>] – 17.05.2013
14. East Capital Explorer AB - East Capital Explorer acquires a majority stake in Starman, the leading cable TV operator in Estonia. – Yahoo! Finance, 03.05.2013 [<http://finance.yahoo.com/news/east-capital-explorer-ab-east-050202138.html>] – 12.05.2013
15. **Erel, I., Liao, R.C., Weisbach, M.S.** Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitons. – 2011, 49 p.
[<http://fisher.osu.edu/supplements/10/10821/ELWJF.pdf>] – 03.05.2013
16. Global Financial Advisory Mergers & Acquisitions Rankings 2012, Bloomberg, 2013, 42 p. [<http://www.bloomberg.com/professional/files/2013/01/MA-Financial-Ranking-League-Tables-2012.pdf>] – 30.04.2013
17. **Gugler, K., Mueller, D.C., Weichselbaumer, M., Yurtoglu, B.B.** Market Optimism and Merger Waves. – Manegerial and Decsion Economic, Vol. 33, nr. 3, 2012, pp. 159-157
18. **Harford, J.** What Drives Merger Waves? – Journal of Financial Economics, Vol. 77, nr. 3, 2005, pp. 529-560
19. **Hayward, M.L.A; Hambrick, D.C.** Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. – Administrative Science Quarterly, Vol. 41, 1997, pp. 103-127

20. **Head, K., Ries, J.** FDI as an Outcome of the Market for Corporate Control: Theory and Evidence. – 2007, 37 p.
[<http://strategy.sauder.ubc.ca/head/Papers/control.pdf>] – 2.05.2013
21. **Jovanovic, B., Rousseau, P.L.** Mergers as Reallocation. – 2004, p 32
[<http://dspace.cigilibrary.org/jspui/bitstream/123456789/19113/1/Mergers%20as%20Reallocation.pdf?1>] – 1.05.2013
22. **Kaasik, Ü.** Inflatsioon ei ohusta Eesti majanduse arengut. – Eesti Pank, 25.11.2005 [<http://www.eestipank.ee/press/artiklid-ja-intervjuud/inflatsioon-ei-ohusta-eesti-majanduse-arengut>] – 14.05.2013
23. **Kim, S., Lee J.** Apple Marks a Watershed. – Kraus Fund Research, Technology, 2013, p. 26 [http://tippie.uiowa.edu/krause/spring2013/aapl_s13.pdf] – 26.05.2013
24. **Koovit, K.** Põhjamaade suurim hotellioperaator lahkub eestist. – E24.ee, 20.02.2013 [<http://www.e24.ee/1143646/pohjamaade-suurim-hotellioperaator-lahkub-eestist/>] – 12.05.2013
25. KPMG withdraws merger study. – Financial Times, 29.11.1999, p 15. Viidatud Auster, E.R., Sirower, M.L. The Dynamics of Merger and Acquisition Waves: A Three-Stage Conceptual Framework With Implications for Practice – The Journal of Applied Behavioral Science, Vol. 32 No. 2, 2002, pp 216-244 vahendusel.
26. **Krugman, P.** Latvia is the new Argentina (slightly wonkish). – New York Times, 28.12.2008 [<http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/12/23/latvia-is-the-new-argentina-slightly-wonkish/>] – 13.05.2013
27. **Martynova, M., Renneboog, L.** A Century of corporate takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand? – Journal of Banking & Finance, Vol 32, nr. 10, 2008, pp 2148-2177
28. **Mell, T.** Lipstok: majanduse ülekuumenemise märgid on olemas. – ERR Uudised, 13.07.2006 [<http://uudised.err.ee/index.php?0562399>] – 14.05.2013
29. **Mitchell, M.L., Mulherin, J.H.** The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity. – Journal of Financial Economics, Vol 41, nr 2, 1996, pp. 193-229
30. **Nakamura, R.H.** To Merge and Acquire When Times Are Good? The Influence of Macro Factors on the Japanese M&A Pattern. – European Institute of Japanese

- Studies, working paper No. 197, 2004, 27 p.
[<http://swopec.hhs.se/eijswp/papers/eijswp0197.pdf>] – 17.05.2013
31. **Nguyen, H. T., Yung, K., Sun, K.** Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-post Market Evidence from the US. – Journal of Business Finance & Accounting, 2012, Vol. 39, no 9-10, pp. 1357-1375
 32. Outokumpu Oyj: Correction - Outokumpu divests part of its European stock operations to Amari, GlobeNewswire. – finanznachrichten.de, 04.07.2013
[<http://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2012-07/23964404-outokumpu-oyj-correction-outokumpu-divests-part-of-its-european-stock-operations-to-amari-252.htm>] – 12.05.2013
 33. Regular Report on Estonia's Progress Towards Accession 2002, European Commission, 144 p.
[http://ec.europa.eu/enlargement/archives/pdf/key_documents/2002/ee_en.pdf] – 13.05.2013
 34. **Savisaar, E., E. Savisaar:** Krooni devalveerimine on reaalne 18. Oktoobril – Äripäev, 02.04.2009 [<http://www.ap3.ee/Default.aspx?PublicationId=f1cebad9-f6ca-4a8e-b4fd-d64cd9afd39b>] – 13.05.2013
 35. **Shiller R.J.** Irrational Exuberance. New Jersey: Princeton University Press, 2000, 296 p.
 36. **Soros, G..** The Alchemy of Finance. 3rd edition. New Jersey: John Wiley & Sons Inc, 2003, 391 p.
 37. **Steger, U., Kummer, C.** Why Merger and Acquisition Waves Reoccur. – The Vicious Circle from Pressure to Failure. 2007, 30 p.
[https://www.imd.org/research/publications/upload/Steger_Kummer_WP_2007_1.pdf] – 17.05.2013
 38. **Sterngold, J.** No Target Seemed Too Big. – NY Times, 10.07.1988
[<http://www.nytimes.com/1988/07/10/books/no-target-seemed-too-big.html?src=pm>] – 02.05.2013

39. Veolia Divests to Repay Debt. – Yahoo! Finance, 23.11.2012
[<http://finance.yahoo.com/news/veolia-divests-repay-debt-162908405.html>] –
12.05.20132

SUMMARY

FACTORS THAT SHAPED THE DYNAMICS OF THE BALTIC MERGERS AND ACQUISITIONS MARKET DURING 2000-2012

Mattis Lengi

This bachelor's thesis drew its inspiration from the occurrence of so called merger waves in the United States. During the past century at least five such waves have formed and each of them has had distinct characteristics. Moreover the existence of these waves has perplexed the academic community due to the fact that on average the acquiring party observes negative returns. Despite that, mergers and acquisition remain a prominent alternative to organic growth. This is underlined by global deal volume reaching USD 2,23 trillion in 2012.

The aforementioned paradox and the sheer size of the market guided the author to inquire: What are the drivers of M&A activity and are they applicable to the Baltic market? Consequently the author of this thesis aimed to explain and identify the drivers of Baltic M&A activity. Although it must be noted that in the course of writing this paper Ali-Yrkkö's (2002) concept of the M&A market proved to be an invaluable source of information as it pointed out the main structural elements that encourage or discourage transaction activity. Bearing that aim in mind the author phrased the following research objectives:

- Give an overview of company level factors that affect the merger or acquisition decision process
- Survey the most prevalent macro-economic drivers of M&A as described in academic literature
- Explain the role of industry level shocks in determining changes in M&A activity
- Chart and describe the structure and general trends of the Baltic M&A market

- Explain the occurrences of abnormally high M&A activity in the Baltic states based on the theoretical background presented in the thesis

The first chapter of this thesis details the theoretical background and is divided into three sub-sections by level of aggregation. The first sub-section focuses on company level factors that affect deal volume. Firstly, a comparison of business environment for early-movers and imitators is compiled in which it is argued that on average early-movers are able to lock-in on superior returns in terms of M&A. The paper proceeds to explain the nature of different feedback loops, which affect deal activity under certain conditions. Furthermore, these effects are illustrated in the context of 1960's emergence of conglomerates.

The following section gives an overview of industry shocks as a starting point for increased transaction activity. Without going into extreme detail these shocks can be divided into three types: economic, technological and legislative shocks. Of these three the latter is the most self-explanatory as changes in regulatory environment have a direct and a well defined impact on industry dynamics. In contrast economic and technological shocks are more abstract in their nature as determining their occurrence is not as obvious. In the context of economic shocks a proxy, which is based on abnormal gains or losses in revenue in a certain sector compared to the economy as a whole has been shown to predict increased deal activity. In regards to technological shocks two occurrences have been observed which have affected the M&A market in a significant manner. Electrification of production during the early 20th century is regarded as the first technological shock, which was followed by the ICT-turnaround at the end of the millennia. It has been argued that M&A from a technological standpoint increase the pace of the new technology's diffusion in the economy. Furthermore a technological shock by itself can generate a capital lush environment due to inducing valuation differences between companies based on utilized technology. All in all, the main indicator of a shock is the timeframe specific clustering of transactions and observing such occurrences should be the starting point of a shock based analysis.

The final sub-section of the theoretical chapter outlines the main macroeconomic determinants of M&A activity. It was shown that GDP and GNP have descriptive powers, although they explain about one third of the entire transaction population. The

paper proceeded to explain the role of capital liquidity in determining deal volumes. Thereby the author voiced his opinion that such an indicator would be a good starting point to explain M&A activity as from company standpoint acquisitions are capital intensive. As such raising some kind of external financing would be warranted. Therefore in a capital lush environment deals should be more probable. The paper continued to view M&A transaction as form of foreign direct investments. In this context it was noted that deals are more likely to occur between industrial countries rather than developing and developed nations. At the same time geographical proximity has been shown to be a major determinant in cross-border M&A deals. The paper resumed by stating that despite initiatives for regulatory convergence of takeover legislation, considerable heterogeneity remains within the European Union. Furthermore, this heterogeneity partially contributes to the fact that only 18% of the EU transactions are cross-border and the increasing average cross-border deal size implies that this heterogeneity poses significant barriers for small and medium sized enterprises. The sub-section was concluded by synthesizing the theoretical standpoints put forward in the paper into an expanded and improved concept of the M&A market and its determinants. Although the model was based on Ali-Yrkkö's (2002) concept it was enhanced by including feedback loops and accepting the fact that a capital lush environment is the precondition in which deal activity can occur on a significant scale. Furthermore, under the proposed framework the author analysed the dynamics of the Baltic M&A market during 2000-2012.

The second chapter formed the empirical analysis of the Baltic M&A market. In broad strokes the chapter was divided into two sections. The first of which viewed the more general trends and deal compositions during the observable time period. All in all, three significant characteristics emerged. Firstly, most of the Baltic transaction occurred in Estonia in terms of number of transaction and even more so when correcting for GDP. Secondly, Estonian companies contributed to a disproportionately large share of intra-Baltic cross-border transactions. These circumstances led the author to propose two explanatory hypotheses. As both Swedes and Finns are active investors in Estonia it is probable that their activity forms a knowledge transmission channel by which local enterprises have gained know-how on transaction nuances, thus being more opened to utilize M&A as way to expand business activity. Alternatively, foreign investors might

use Estonian subsidiaries to acquire assets in other Baltic states. In that case, Estonia's share of intra-Baltic cross-border transaction would be overestimated. Despite that Estonia's share in overall transaction activity is quite large, the authors' attention was drawn by the sudden decline in deals prior to adopting the euro. The author argued that the decline was induced by a large degree of uncertainty both in the economic and political environment. Further support for these arguments was provided by the timing of increased market activity in early 2012 and the composition of companies involved in these transactions.

The second section analysed the drivers of M&A deal activity in the Baltic region during 2000-2012. The author divided the time period into three distinctive phases due to each having their unique characteristics. The first period which lasted from 2000-2003 was the most distinct as the indicators that have some explanatory power in the following periods seemed to be irrelevant. The author argues that the transaction activity was driven by multiple factors occurring simultaneously. Firstly, the aforementioned period falls into the wake of the Russian financial crisis which plunged the Baltic States into recession in 1999. Secondly, the period was a time of legislative reform due to the accession negotiations with the European Union. Thirdly, during this period the ICT-turnaround came to close. The author argues that the combination of these factors induced a technological-regulatory shock on the backdrop of negative economic developments, which increased M&A deal activity. The second period lasting from 2004 to 2008 was characterized by generally benign economic developments which supported deal activity. Nevertheless, separating it to a distinct phase is appropriate as during 2006-2007 self-reinforcing feedback loops contributed to the number of transactions. The last phase was characterized by Estonia adopting the euro which formed a regulatory and economic shock but on the other hand the decline of foreign investor activity was observed. Thus author continued to explore potential factors that contributed to this trend. It was argued that the decline of the market capitalization to GDP ratio was a potential indicator and explanatory variable behind these developments. Hence, raising capital has become more costly in the Nordics which in turn has lowered the share of Nordic-Baltic transactions.

In the authors opinion it worthwhile to note that in explaining the market dynamics, the author relied on the framework put forth in closing section of the theoretical chapter. Moreover the author of this thesis could not observe any large scale inconsistencies which could undermine the reliability of the concept. Nevertheless, the model is qualitative and its actual applicability can only be proven through developing a quantitative adoption of it. Although this would be a challenging assignment as there is considerable heterogeneity in market activity drivers across long time series. Thus developing new explanatory variables would be advised.

In respect to potential avenues of refining this thesis the author is of the opinion that major improvements can be made in regards to transaction statistics. For instance, due to the unreliability of the sector classification codes further analysis of transaction timeframe specific clustering by industry class was omitted. As a possible solution the author sees the cross-referencing of multiple databases provided by Bloomberg, Factset and Mergermarket etc. This would increase the reliability of possible conclusions and might increase the depth of available information. In addition to this, the author feels that testing the explanations put forth in this paper about the factors affecting market dynamics in the Baltic States in a econometric context would be worthwhile.

All in all, it is the author's opinion that this paper provides a thorough theoretical background about the drivers of M&A activity. Furthermore, the conceptual framework put forth at the end of theoretical chapter proved to be reliable in explaining M&A activity in the Baltic States during 2000-2012. Consequently, developing a quantitative adoption of it would be a rewarding avenue for future research.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Mattis Lengi (sünnikuupäev : 01.02.1990)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose:

Baltikumi ühinemiste ja omandamiste turu dünaamikat kujundanud tegurid aastatel 2000-2012,

mille juhendaja on lektor Mark Kantšukov,

1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus/Tallinnas/Narvas/Pärnus/Viljandis, 28.05.2013

(allkiri)